

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**NONA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1938 — 31 MARZO 1939**

**BASILEA  
8 MAGGIO 1939**

## INDICE

	Pagina
I. Introduzione . . . . .	5
II. Cambi, commercio internazionale e prezzi . . . . .	22
III. La produzione ed i movimenti dell'oro . . . . .	63
(1) Le disponibilità di oro . . . . .	64
(2) Scambi di oro tra le autorità monetarie e coi privati risparmiatori	70
(3) Rivalutazione delle riserve auree e variazioni nella circolazione dei biglietti . . . . .	79
IV. I movimenti di capitali e l'indebitamento internazionale . . . . .	87
V. La tendenza dei tassi d'interesse . . . . .	106
(1) Il credito delle banche centrali ed i tassi d'interesse a breve termine	106
(2) Mercati dei capitali e tassi d'interesse a lungo termine . . . . .	121
VI. L'evoluzione nel campo delle banche centrali e commerciali . . . . .	135
VII. Le operazioni ordinarie della Banca . . . . .	143
(1) L'attività del Dipartimento bancario . . . . .	143
(2) Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente . . . . .	149
(3) Utile netto e sua ripartizione . . . . .	152
(4) Cambiamenti nel Consiglio d'amministrazione e nella direzione . . . . .	154
VIII. Conclusione . . . . .	156

## ALLEGATI

- I. Elenco delle banche centrali e altri istituti che hanno diritto di rappresentanza e voto all'Assemblea generale della Banca.
- II. Bilancio al 31 marzo 1939.
- III. Conto profitti e perdite e ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1939.
- IV. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930:
  - (a) Rendiconto delle entrate e delle uscite per l'ottavo anno del Prestito (1° luglio 1937 al 30 giugno 1938).
  - (b) Situazione dei fondi presso i depositari al 30 giugno 1938.
- V. Prestiti internazionali per i quali la Banca è Fiduciario o Agente fiscale dei Fiduciari — Fondi disponibili al 31 marzo 1939.

# NONA RELAZIONE ANNUALE

PRESENTATA ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA  
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

in Basilea, l'8 maggio 1939.

Signori,

Ho l'onore di sottoporvi la relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il nono esercizio finanziario, cominciato il 1° aprile 1938 e terminato il 31 marzo 1939. I risultati delle operazioni dell'esercizio sono esposti nel capitolo VII. Dopo aver tenuto conto di possibili sopravvenienze, il Consiglio propone all'Assemblea Generale di ripartire un dividendo di 6% e di provvedere alle assegnazioni statutarie alle riserve.

Non è difficile indicare le ragioni per le quali l'attività economica ha attraversato, nell'anno scorso, periodi di grande inquietudine. Nei primi mesi del 1938, si risentirono in tutto il mondo, e con particolare intensità nel commercio d'esportazione, le ripercussioni dell'improvviso ristagno dell'attività industriale negli Stati Uniti, cominciato nell'autunno precedente. L'effetto deprimente del ristagno fu tanto più sensibile in quanto questo si produsse proprio al momento in cui si cominciavano a nutrire grandi speranze che la prosperità ritornata negli Stati Uniti potesse essere più durevole. La debolezza generale dei prezzi delle materie greggie, debolezza conseguente alla diminuita domanda da parte degli Stati Uniti, e la tendenza al ribasso, che parecchi altri prezzi rivelavano, resero necessari la compressione dei costi ed altri sacrifici che sollevarono generalmente l'opposizione dei ceti interessati. Nei paesi dell'area della sterlina, nei quali l'attività economica era andata espandendosi quasi senza interruzione fino dall'autunno del 1932, la situazione era matura per un rallentamento dell'attività interna.

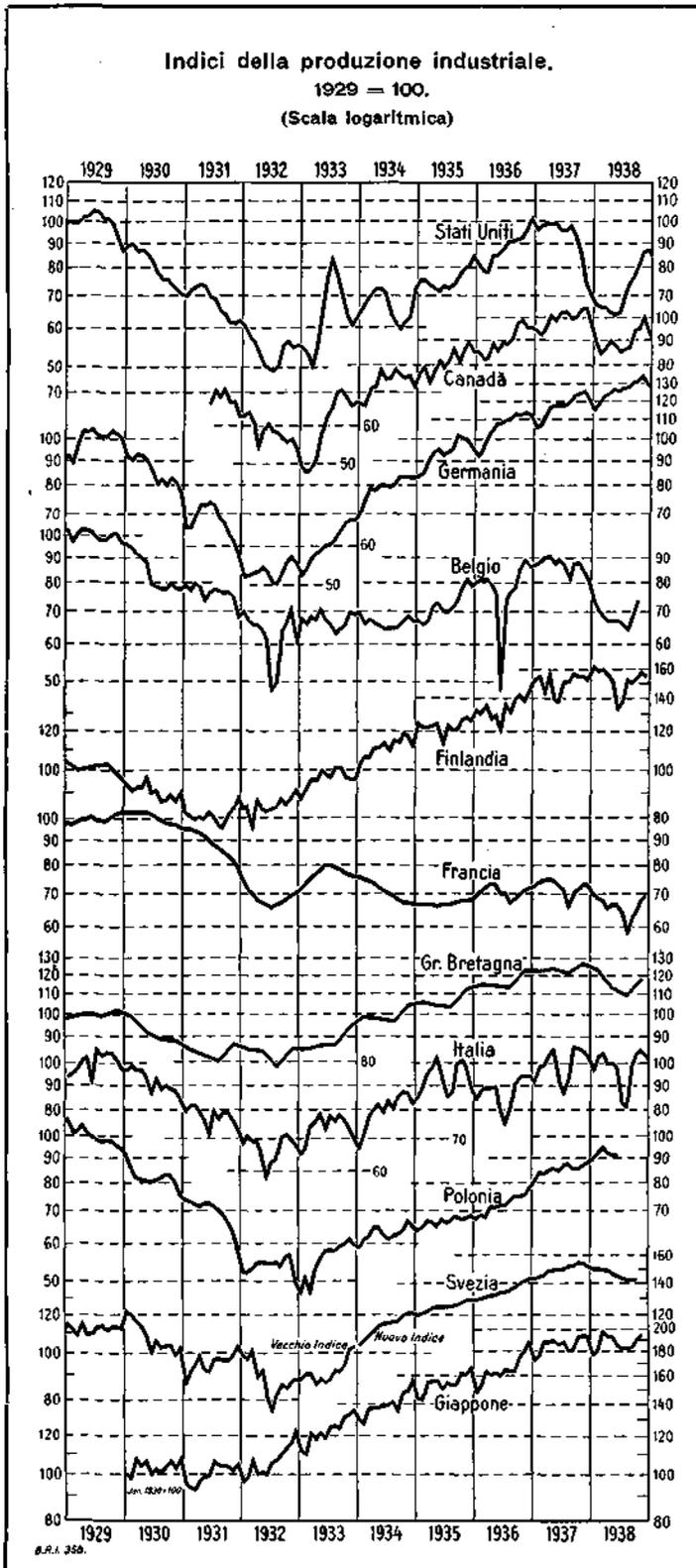
A tutto ciò s'aggiunsero avvenimenti eccezionali di carattere politico che diedero violenti scosse al mondo degli affari e resero necessari un riarmo ed una preparazione militare quali mai prima si erano visti in tempi di pace.

Fra i segni più chiari dell'incertezza politica va annoverata la pressione sulla sterlina, dovuta, oltrechè ad altri fattori, a enormi movimenti di capitali in conseguenza dei quali, nei cinque mesi tra l'agosto ed il dicembre 1938, le scorte di oro americane s'accrebbero di \$1500 milioni. Più gravi ripercussioni si manifestarono nel campo degli affari ordinari, in cui lo spirito d'iniziativa e la propensione verso nuovi investimenti si sono affievoliti. Le ordinazioni governative per forniture belliche ed altri lavori hanno giovato momentaneamente a mantenere occupata la mano d'opera, ma inevitabilmente hanno distratto una parte della capacità di produzione dal suo impiego normale e contribuito a diminuire la capacità d'esportazione.

Peraltro, lo sviluppo economico del mondo non presenta il quadro di desolata tristezza che sarebbe da attendersi, data la tensione politica quasi ininterrotta e la conseguente incertezza generale sull'avvenire degli affari, la continua fuga di capitali dall'Europa e le crescenti spese militari in tutti i paesi. Naturalmente la stabilità fa difetto alla situazione economica del mondo ed in nessun paese si nutre fiducia che quelle tendenze al miglioramento, che effettivamente esistono, siano vigorose. Lo stato del mondo è febbrile anzichè normale e dovunque si constati una ripresa, tutto può dirsi d'essa tranne che sia durevole, poichè da una parte occorsero eccitanti per conseguirla, dall'altra essa già ha subito interruzioni dovute a gravi perturbamenti.

Di fronte alla dura realtà in Europa, ben poca fiducia viene accordata agli esperimenti di nuovi metodi di politica economica. Troppi provvedimenti, che negli anni passati erano stati presentati come il dettato della saggezza economica, risultarono invece imposti ai governi dalla cruda necessità. Quando si scatena una violenta tempesta, occorre dapprima impedire il disastro e governare come meglio si può in contrasto ai venti ed ai flutti. Però, nel suo insieme, il tempo, benchè tempestoso, non ha infierito, nè tutti i venti sono stati contrari.

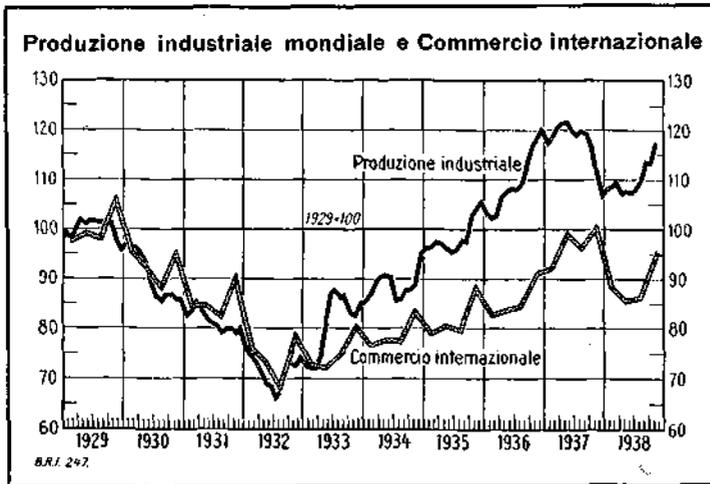
In primo luogo si è avuta una ripresa negli Stati Uniti, la quale si delineò nel giugno 1938 con un brusco rialzo delle quotazioni in borsa ed un rapido aumento di volume della produzione. Così il movimento di rapida contrazione dell'attività industriale negli Stati Uniti nell'autunno del 1937 e nei primi mesi del 1938 cambiò improvvisamente di senso, dando luogo ad una celere ripresa. Nel dicembre 1938, il volume della produzione era aumentato di 35% rispetto al punto più basso della depressione, pur restando del 10% al disotto del culmine raggiunto nella primavera del 1937, allorquando, per breve tempo, esso era ritornato al livello del 1929. Alla ripresa negli Stati Uniti fece seguito quella del Canada e del Belgio, durante l'estate del 1938. In quest'ultimo paese il rallentamento dell'attività industriale, tra l'autunno del 1937 e la metà del 1938, era stato particolarmente marcato, il Belgio essendo molto sensibile alle oscillazioni della tendenza del commercio internazionale. Nella Gran Bretagna, l'attività industriale



è diminuita di circa  $7\frac{1}{2}\%$  durante il 1938, ma un raffronto tra gli indici trimestrali rivela una maggiore attività nell'ultimo trimestre dell'anno, superiore alla consueta ripresa stagionale. In Italia, il volume della produzione si mantenne nel 1938 altrettanto grande quanto nel 1937. Nei paesi nordici — Danimarca, Norvegia, Svezia e Finlandia — le percentuali d'utile diminuirono in parecchi settori dell'economia, ma il livello della produzione industriale nel 1938 fu appena lievemente inferiore a quello dell'anno precedente. In Francia, gli avvenimenti che ebbero inizio nell'estate 1936 si ripercossero sull'intera struttura monetaria, economica e sociale del paese, ma recentemente sembra essere cominciata una nuova epoca di equilibrio. In seguito alla svalutazione del franco in primavera, alla quota di circa 179 franchi francesi per sterlina, e, in autunno, all'inizio

dell'applicazione del piano Reynaud, si è diffuso il convincimento che non vi sia più luogo a temere un'ulteriore svalutazione del franco ed il ritorno della fiducia si è manifestato nel modo più significativo, cioè quello di un continuo rimpatrio di capitali. Nell'inverno del 1938—39, la produzione industriale ha cominciato a dare segni chiari di ripresa, la durata media della settimana lavorativa superando quaranta ore al principio del 1939.

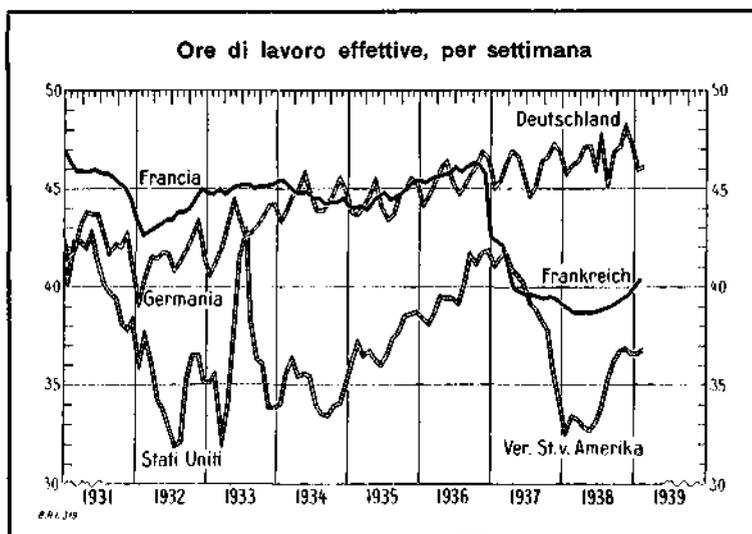
Il miglioramento constatato in varie economie nazionali, nella seconda metà del 1938, si riflette anche nella sfera del commercio internazionale. Durante il primo trimestre del 1938, la contrazione del volume del commercio era stata nettamente più rapida che non il consueto movimento invernale, ed il basso livello raggiunto nella primavera si mantenne fino a tutta l'estate, ma il movimento inverso nel tardo autunno è stato impressionante. Nell'ultimo trimestre dell'anno il volume del commercio internazionale è stato di appena 6% inferiore



a quello del periodo corrispondente dell'anno 1937, nel quale, si noti, era stato nuovamente raggiunto, dopo otto anni e soltanto per un trimestre, il livello del 1929. Per rendersi conto del significato di questa ripresa, occorre ricordare che, in volume, il commercio interna-

zionale nel 1929 aveva sorpassato ogni cifra precedente, raggiungendo una cifra superiore di 30% a quella del 1913. Nonostante il regresso che si constata in fin dei conti nel 1938, il volume degli scambi di merci tra i vari paesi si mantiene ad un livello che, se non può dirsi senza precedenti, supera però di 15% il massimo registrato anteriormente al 1914.

Lo sviluppo economico dell'Europa centrale ha continuato a presentare caratteristiche proprie, per effetto della crescente influenza della Germania, paese in cui il Governo è andato assumendo sempre più la direzione dell'intera vita economica. La produzione industriale tedesca è aumentata di 8% dal 1937 al 1938, stabilendosi, senza precedenti, a circa 30% al di sopra del livello del 1929. L'economia dell'attuale Germania essendo modellata secondo uno schema unitario la cui direzione è accentrata nel Governo, la fase dell'occupazione totale della mano d'opera è oltrepassata e, mentre parecchi paesi si trovano ancora a dover risolvere il problema della disoccupazione, la politica dei gigan-



teschi e crescenti investimenti ha portato la Grande Germania ad essere l'unico paese nel mondo in cui fanno effettivamente difetto tutti i fattori della produzione. In tali circostanze, l'orario medio del lavoro nell'industria ha continuato ad aumentare, come del

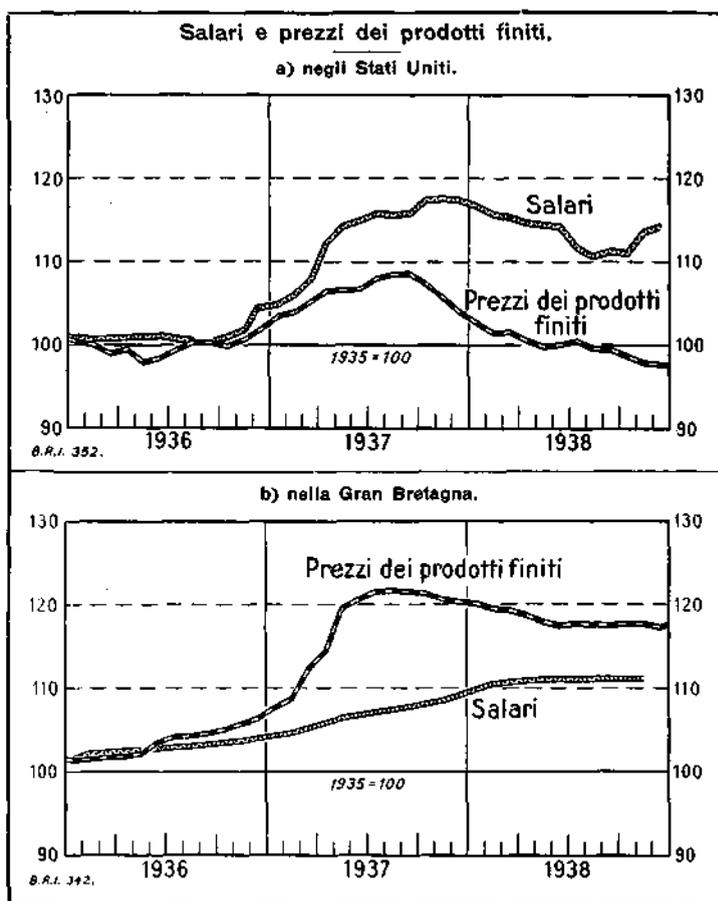
resto in tutti i paesi crescono o decrescono parallelamente l'attività economica, la quantità di mano d'opera occupata e l'orario medio di lavoro. A questo proposito riesce interessante il grafico qui sopra che mostra l'orario effettivo di lavoro in Francia, in Germania e negli Stati Uniti, nel periodo dal 1932 al 1939. Naturalmente, i confronti internazionali di questo genere vanno fatti cautamente; per esempio, le cifre della Germania sono piuttosto inferiori alla realtà, ma l'impressione generale delle tendenze che il grafico indica è esatta.

La produttività, o efficienza, per singolo lavoratore, è notevolmente aumentata negli ultimi cinquanta anni (principalmente per effetto delle nuove invenzioni e del più largo uso di macchine) e questo incremento di produzione ha reso possibile il miglioramento del tenore di vita, coll'aumento sia della quantità e della qualità dei beni e servizi disponibili, sia del tempo lasciato a libera disposizione dei lavoratori. Nel corso dell'ultimo cinquantennio l'orario completo medio per settimana dei lavoratori industriali negli Stati Uniti è diminuito di 30%, da 60 a circa 42 ore. Diminuzioni analoghe, ma meno accentuate, si sono verificate in altri paesi, arrestate però, recentemente, dalle esigenze dell'aumentata produzione bellica. Attualmente la settimana completa di lavoro, nel Giappone, è prossima a 60 ore. Nel Regno Unito, Germania e parecchi altri paesi, la settimana di 48 ore è la più frequente. L'orario medio effettivo per settimana negli Stati Uniti si stima in 42 ore ed in Francia il limite massimo, precedentemente fissato in 40 ore, è tornato ad essere di 45 ore settimanali.

Sebbene l'aumento d'efficienza abbia reso possibile, per l'industria, di adattarsi alla lenta e progressiva diminuzione dell'orario di lavoro coll'aumento simultaneo dei salari, tuttavia l'esperienza ha dimostrato che troppo rapide diminuzioni d'orario o aumenti di salari, con le alterazioni che ingenerano nella struttura dei costi, possono essere estremamente dannose dal punto di vista

della durata d'una congiuntura favorevole. Le riduzioni di ore di lavoro che sono state effettuate allo scopo di accrescere il numero degli occupati, in taluni paesi sono venute meno al loro scopo, riuscendo tutt'al più ad arrestare l'aumento della disoccupazione. Le restrizioni ai cambi, i dazi d'importazione ed i premi all'esportazione possono evitare il peggioramento della situazione nei paesi dove vengono introdotti, ma di rado contribuiscono a migliorarla, ed è dubbio se anche la loro influenza sull'economia interna di un paese sia realmente così efficace come sembra, pur dovendosi tener conto, per alcuni paesi, di un particolare concorso di circostanze che spiegano la loro politica speciale. Quanto ad aumentare l'impiego di mano d'opera, può dirsi, in base all'esperienza degli anni recenti, che tutti gli esperimenti sono falliti, tranne quelli che hanno portato ad aumentare la produzione, sia concentrando nello Stato la direzione dell'intero sistema economico, sia realizzando la sola condizione necessaria affinché il capitale privato affluisca verso le imprese e cioè un giusto equilibrio fra i costi ed i prezzi.

Una caratteristica della ripresa economica degli Stati Uniti durante l'inverno del 1936-37 è stato l'aumento, con un ritmo inconsuetamente rapido, dei costi



di produzione. I prezzi delle merci grezze crebbero di ben 30% dall'autunno 1936 al marzo 1937; le autorità governative riconobbero appieno i pericoli insiti in un aumento così rapido e, nel febbraio 1937, il Presidente Roosevelt lanciò l'avvertimento "che i prezzi erano troppo alti". Non sembra però che sul momento sia stato egualmente compreso l'altro pericolo, quello del brusco aumento dei salari, benchè questo, nelle principali categorie industriali degli Stati Uniti sia stato inusitata-

mente celere, raggiungendo ben 15 % in appena sette mesi e oltrepassando l'aumento concomitante dei prezzi dei prodotti finiti.

Non può esservi dubbio che l'aumento dei costi di produzione sia stato una delle cause principali del rapido declinare dell'attività industriale negli Stati Uniti durante la seconda metà del 1937. Se i salari fossero aumentati più gradualmente, forse l'industria avrebbe assorbito un maggior numero di disoccupati, accrescendo così il potere d'acquisto del pubblico, senza correre il rischio di andare incontro ad un ristagno. Neppure la più larga distribuzione di potere d'acquisto fatta dal governo, nè l'insistenza nella politica del credito a buon mercato, riuscirono ad instaurare una durevole prosperità, perchè i costi salirono tanto da trovarsi fuori misura rispetto ai prezzi dei prodotti finiti.

In Francia, prima della svalutazione del 1936, i prezzi erano scesi assai più dei salari, sebbene in tutti gli anni dal 1930 al 1936 si fosse distribuito "potere d'acquisto" a carico dei bilanci statali, equilibrati soltanto mercè l'emissione di grandi prestiti pubblici. L'attività industriale in Francia ha continuato a diminuire. Nel regime di rigoroso controllo dei prezzi che vige in Germania, si è lasciato alle aziende industriali e commerciali un margine d'utile che consenta loro di assolvere la loro funzione economica; per impedire l'aumento generale dei prezzi, si è adottato il principio dell'invariabilità dei salari orari, fissati però ad un livello che assicuri ai lavoratori un adeguato guadagno minimo.

Una politica di lavori pubblici può giovare a stimolare il commercio se è concepita non già come surrogato, ma come parte di un vasto tentativo inteso a ricostituire l'equilibrio del sistema economico, ed i singoli metodi per la sua applicazione dovrebbero ispirarsi a questa considerazione primordiale. In particolare occorre evitare che una politica di lavori pubblici troppo estensiva accresca lo squilibrio già esistente. Una tale politica generalmente comporta grandi costruzioni finanziate mediante emissioni pubbliche, e la domanda di mano d'opera che ne consegue può facilmente portare al rialzo dei salari. Poichè si è constatato che l'aumento spontaneo d'attività nell'industria edilizia rappresenta un elemento sicuro, per non dire indispensabile, della ripresa generale dell'economia, l'aumento dei costi delle costruzioni può riuscire assai dannoso, in quanto esso pregiudica i benefici effetti sull'economia dell'aumentata occupazione nell'industria edilizia.

Degna d'attenzione è stata la politica svedese dei lavori pubblici tra il 1932 ed il 1935, intesa a stimolare l'economia ed assegnare temporaneo lavoro ai disoccupati mediante importanti stanziamenti di bilancio, a contropartita dei quali si è temporaneamente accresciuto il debito pubblico. Si è notato con interesse che, nonostante l'inaugurazione di questa politica ed il deprezzamento

della corona svedese nel 1931, i salari, compresi quelli degli edili, diminuirono di 4 a 10% tra il 1931 ed il 1934. Una commissione reale svedese, in una relazione presentata nel 1938, attribuì il grande sviluppo dell'industria edilizia a Stoccolma tra il 1934 ed il 1937 in gran parte alla riduzione dei costi di costruzione e ai bassi tassi d'interesse ai quali vennero prontamente concessi i finanziamenti. Col miglioramento dell'economia nazionale, dal 1934 al 1937, non soltanto furono ripristinati i salari che erano stati decurtati durante il periodo di depressione, ma si ebbero anche ulteriori aumenti di salari nella maggior parte dei settori dell'industria. Questa politica, che ha fruttato una notevole diminuzione nel numero dei disoccupati, ha agito nell'interesse tanto dei lavoratori quanto dei datori di lavoro.

L'equilibrio tra costi e prezzi in Svezia fu dunque ristabilito, grazie alla riduzione dei costi (diminuzione dei salari ecc.) da una parte e dall'altra, ad una serie di misure espansionistiche tra cui una politica di lavori pubblici e l'applicazione graduale di tassi d'interessi meno onerosi, i quali contribuirono anche a ridurre in una certa misura i costi di produzione. Quando si confronti l'esperienza svedese con quella di altri paesi, si giunge alla conclusione che il fare assegnamento unicamente sulle misure espansionistiche rappresenta una pericolosa linea di condotta; nè il denaro a buon mercato, nè l'elargizione di potere d'acquisto a carico del bilancio statale o attraverso l'aumento dei salari hanno ricondotto una durevole prosperità in alcun paese, quando fattori interni od esterni si opponevano al ristabilimento di un vero equilibrio fra costi e prezzi.

Non si corre rischio di esagerare affermando che, per ottenere un miglioramento generale del tenore di vita, è indispensabile creare quelle condizioni che concorrono a rendere durevole la ripresa dell'industria. Tutto dimostra che, nei periodi di crescente produzione, i guadagni della mano d'opera aumentano nella stessa proporzione di quelli del capitale e, in via assoluta, assai più, dato che la quota del reddito nazionale che va alla mano d'opera è di gran lunga la maggiore. Il problema dell'equilibrio tra i costi ed i prezzi non deve essere considerato come riguardante unicamente i rapporti tra capitale e lavoro; dalla sua soluzione dipende direttamente l'aumento di volume della mano d'opera occupata; ciò perchè il riassorbimento della disoccupazione dipende in ultima analisi dall'attrazione verso i settori dell'economia in via d'espansione, della mano d'opera esuberante in altri settori (tra cui, in vari paesi, l'agricoltura) nei quali c'è relativa sovrapproduzione in conseguenza della minore domanda di prodotti. Un brusco rialzo dei salari nelle industrie che attraversano una fase d'espansione deve necessariamente aumentare il costo dei loro prodotti finiti e quindi diminuirne le vendite; esso determinerà anche un maggior impiego di macchine automatiche, donde un'ulteriore diminuzione della domanda di mano d'opera. Minore sarà quindi il lavoro che potrà trovare impiego in queste

industrie, che sono generalmente quelle in cui vengono pagati i salari più alti; ne conseguiranno allora sfavorevoli ripercussioni sul mercato del lavoro negli altri settori.

Non vi è dubbio che la difficoltà di risolvere il problema del trasferimento di mano d'opera da una categoria d'impiego all'altra è aumentata negli ultimi anni, specialmente in confronto alla situazione di prima della guerra, quando i principali paesi industriali d'Europa e d'America, grazie al grande aumento naturale di popolazione ed alla maggior libertà di migrazione, si espandevano più rapidamente che non adesso. Quando, per esempio, nel primo decennio del secolo presente, accadeva che il numero dei lavoratori in una data industria divenisse ad un determinato momento eccessivo, era sufficiente, di regola, astenersi per qualche anno dall'assumere nuovi operai in quell'industria, lasciando che i giovani affluenti sul mercato del lavoro trovassero in altre industrie il loro primo impiego. Con tutta tranquillità poteva farsi assegnamento sull'aumento naturale della domanda, dovuto alla popolazione crescente, per ristabilire quasi automaticamente l'equilibrio; soltanto eccezionalmente accadeva che i progressi della razionalizzazione fossero tanto rapidi da guastare il funzionamento di questo meccanismo. Le condizioni attuali sono diverse sotto parecchi punti di vista. L'aumento della domanda non dipende, nello stesso grado come per il passato, dall'incremento della popolazione, ma risulta piuttosto dal miglioramento del tenore di vita. Un effetto importante di questo cambiamento è che non si può più fare assegnamento sull'aumento graduale della domanda di beni più o meno della stessa specie, poichè si riscontreranno invece considerevoli spostamenti nella direzione della domanda. Inoltre, vanno tenute in conto le innovazioni della tecnica le quali influiscono sul numero dei lavoratori occorrenti nelle diverse industrie. Come conseguenza, i principali paesi industriali si trovano a dover risolvere problemi sempre più difficili di trasferimento di mano d'opera qualificata da una particolare industria ad altre occupazioni. Un esempio tipico è fornito dall'industria del carbone. Dal 1901 al 1911 il numero dei minatori della Gran Bretagna aumentò di 36% da 752.000 a 1.021.000; dal 1924 al 1938, invece, diminuì nella stessa proporzione, passando da 1.214.000 a 777.000, mentre la produzione diminuiva soltanto di 15%. È vero che la domanda di carbone ha risentito non soltanto della stazionarietà della popolazione, ma anche della concorrenza dei carburanti e dell'elettricità; ma appunto per questa ragione tale esempio illustra bene le difficoltà che sono sorte.

L'espansione negli anni di congiuntura favorevole, dal 1927 al 1929, si manifestò più spiccatamente in una serie di industrie relativamente nuove — seta artificiale, automobili — e quasi affatto in parecchie industrie più antiche negli Stati Uniti, nel Regno Unito ed in Germania; in altri termini, la congiun-

tura favorevole di quegli anni fu assai meno generalizzata che non quella dei cicli economici anteriori. Di conseguenza, i varii paesi si trovano ora a dover risolvere dei problemi che non si presentarono con la stessa acuità prima della guerra mondiale; tanto più grande è perciò la necessità di sforzi intelligenti per eliminare le cause dei numerosi attriti che si producono necessariamente in un'organizzazione sociale più complicata e per facilitare il passaggio dei lavoratori dalla categoria del loro primo impiego ad altre. L'importanza di questi problemi oltrepassa assai la sfera particolare del mercato del lavoro, in quanto dalla mobilità della mano d'opera e dall'equa ripartizione dei costi fra le differenti categorie dipende la possibilità di conseguire un sano sviluppo dell'industria ed una giusta ripartizione del reddito tra le varie categorie dell'impiego. Non vi è politica monetaria che da sola possa correggere gli errori derivanti da uno squilibrio nell'indirizzo e nella remunerazione delle forze produttive di un paese.

Occorre subito dire, peraltro, che non si intende con ciò svalutare il merito che ebbe la politica del credito a buon mercato nel superare la depressione degli anni dal 1930 al 1933. Nel decennio di prosperità dopo la guerra, le perdite di capitale subite durante il conflitto furono presto ricuperate in parecchi paesi e l'attrezzatura industriale nel mondo intero fu grandemente ampliata. Ne risultò la necessità, per mantenere l'equilibrio economico e finanziario, di riportare i tassi d'interesse dal livello relativamente alto del dopoguerra ad una quota più prossima a quella prebellica. Anzi, occorre in taluni paesi ridurre i tassi al di sotto del livello antebellico per tener conto della stazionarietà, dopo la guerra, della popolazione nell'emisfero occidentale e della tendenza al ribasso accusata dai prezzi a partire dal 1924 in poi (in contrasto coll'aumento di circa 30% del livello dei prezzi dal 1900 al 1914). Nel Regno Unito, la gigantesca conversione del prestito di guerra da 5 a 3½%, effettuata nel 1932, aprì la strada alla riduzione generale dei tassi d'interesse a lungo termine. Negli Stati Uniti — già paese debitore ove, prima della guerra, i tassi erano ben superiori al livello dei più ricchi paesi europei, e che si è trasformato in un paese creditore, in possesso di un'attrezzatura industriale altrettanto completa quanto quella d'ogni altro paese — fu necessario comprimerli, e ciò si avverò tanto più difficile in quanto mancavano precedenti di tassi realmente bassi, all'infuori, almeno, del mercato a breve termine di Nuova York; inoltre, si fece seriamente sentire la mancanza d'organizzazione nell'importante ramo del credito ipotecario, il che impedì di effettuare la compressione necessaria.

Sembra, tuttavia, potersi dire che in taluni circoli si sia un poco affrettatamente giunti alla conclusione che la politica del credito a buon mercato, perchè addimostratasi utile per sormontare la depressione degli anni dal 1930 al 1933, debba rimanere immutata nell'avvenire, come base della prosperità economica, e che, per conseguenza, non debba procedersi ad alcun rialzo del saggio ufficiale

di sconto della banca centrale. Siccome l'attenersi strettamente a questo criterio priverebbe le banche centrali in questione di uno dei mezzi più importanti a loro disposizione per influire sulle condizioni creditizie del loro paese, può essere utile rievocare le fasi principali dell'evoluzione che hanno subito i principii direttivi della politica delle banche centrali.

1) Sotto il regime aureo di prima della guerra, si riteneva, di consueto, che qualsiasi importante movimento d'oro in entrata o in uscita su un mercato dovesse avere una ripercussione sul saggio di sconto della banca centrale. Prima della guerra, i movimenti dei capitali a breve termine, che oggi vanno sotto il nome di "fuga di capitali", erano rarissimi, ed i movimenti dell'oro riflettevano quindi più sovente che non oggigiorno i cambiamenti che si producevano nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ed anche, di regola, il ritmo dell'attività economica nei varii paesi. Di conseguenza, si faceva luogo normalmente ad un rialzo del saggio ufficiale di sconto per arrestare un'eccessiva espansione degli affari; in questo modo, prima della guerra, l'"automatismo" del regime aureo funzionava forse più intelligentemente che taluno oggidi non creda.

2) Dopo la guerra divennero frequenti gli spostamenti d'oro non cagionati da alterazioni nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e furono fonte d'imbarazzi per le autorità monetarie. Apparve presto evidente che non potevasi permettere a questi movimenti d'influire sulle condizioni creditizie dei mercati, se si voleva evitarne gli effetti dannosi sulle operazioni commerciali ordinarie; in Inghilterra il Comitato Macmillan, nella nota relazione del 1931, si occupò di questi problemi e fece talune proposte che differivano più in teoria che non in sostanza da ciò che era stata la pratica di prima della guerra. Il Comitato osservava (alla pagina 152 della detta relazione) che "i cambi possono divenirci sfavorevoli, sia per effetto d'una espansione di carattere inflazionistico del commercio o degli investimenti all'interno, sia per effetto di movimenti di capitali risultanti dall'esercizio della nostra funzione quale centro della finanza internazionale"; e continuava come segue:

„Noi raccomandiamo l'accrescimento delle risorse della Banca d'Inghilterra ed il libero uso di queste aumentate risorse nelle circostanze appropriate, perchè la nostra funzione bancaria internazionale su vasta scala può riuscire incompatibile con una ragionevole stabilità dell'economia e dell'iniziativa interna, se non ci troviamo in grado di far fronte ad un movimento di anche soltanto 10% dei nostri impegni internazionali liquidi, senza essere costretti a prendere misure estremamente perturbatrici e talvolta molto pregiudizievoli al nostro commercio interno. Ma

non si deve inferire da ciò che noi siamo propensi a scoraggiare la manovra del saggio di sconto e la contrazione del credito, allorchè il problema immediato dei dirigenti consista nel frenare l'eccessiva attività o il rialzo dei prezzi all'interno e non occuparsi invece soprattutto dei movimenti dei capitali esteri."

3) È andata creandosi attualmente una corrente d'opinione che non ammette la necessità di rialzare il saggio ufficiale di sconto di fronte soltanto ad un disavanzo nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e sostiene, invece, che il rialzo del saggio di sconto debba limitarsi a quei casi in cui l'attività economica si sviluppa esageratamente; si ritiene, infatti, che un disavanzo nella bilancia dei pagamenti può prodursi anche quando l'economia interna, nell'insieme, si trova in una fase di depressione. Si sostiene che un paese il quale non sia più in regime aureo può rimediare ad uno squilibrio nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, col modificare i cambi anzichè adottare criteri restrittivi nella politica creditizia.

Viene spesso citato l'esempio della situazione nella Gran Bretagna nel 1925, per sostenere che le difficoltà attraversate dall'economia britannica dipesero dalla sopravvalutazione della sterlina. S'è detto che questo sia stato un caso tipico in cui l'alto saggio di sconto era inevitabile, perchè i cambi non erano più in rapporto con la "parità del potere di acquisto", del che l'economia britannica soffriva. Alla luce degli sviluppi più recenti, gli effetti del ritorno al regime aureo e della successiva politica di restrizione del credito appaiono meno importanti di quanto spesso s'è detto. Non bisogna dimenticare che, tra il 1925 ed il 1930, la disoccupazione fu in media ben inferiore ad 1,5 milioni d'uomini e, nell'insieme, le partite correnti della bilancia dei pagamenti furono in equilibrio; che il volume del commercio mondiale superò di circa 30% la cifra d'anteguerra, il che non sarebbe stato possibile senza la stabilità dei cambi; che infine, la depressione che cominciò nel 1929 si fece sentire con la massima gravità negli Stati Uniti nonostante il fatto che il dollaro non appaia davvero sopravvalutato ove si consideri la grande eccedenza d'esportazioni e la capacità d'investimento degli Stati Uniti all'estero nel decennio che seguì immediatamente la fine della guerra. Tutto ciò è storia del passato, ma le opinioni di allora continuano ad aver credito, poichè si sente spesso dire che l'intensità della depressione negli anni dal 1930 al 1933 fu cagionata dal ritorno al regime aureo e dalla stabilità dei cambi. Quando, invece, si ritenga l'esperimento fatto tra il 1925 ed il 1930 come testimonianza in favore della stabilità dei cambi, si apre il campo ad una considerazione più razionale dell'intero problema dei cambi coll'estero e della politica creditizia.

È ovvio che soltanto entro certi limiti si può fare assegnamento sulla possibilità di modificare i rapporti di cambio con le altre monete. Il deprezzamento che occorrerebbe attribuire ad una moneta può disturbare le relazioni commerciali, oppure spezzare quella tradizione di stabilità dei cambi che ha già fatto le sue prove come buona condizione per promuovere il commercio e incoraggiare il ritorno della fiducia generale (come è il caso, per esempio, tra i paesi dell'area della sterlina). Se, in una situazione in cui appaia inopportuno toccare i rapporti di cambio, un paese constata che i suoi costi e prezzi sono eccessivamente alti (indipendentemente dalla considerazione se vi sia o meno pericolo di squilibrio nella bilancia dei pagamenti) e non si vogliono introdurre restrizioni creditizie, può facilmente accadere che l'economia di quel paese rimanga in una posizione instabile, e questo è precisamente uno dei modi migliori per mantenere alta la disoccupazione.

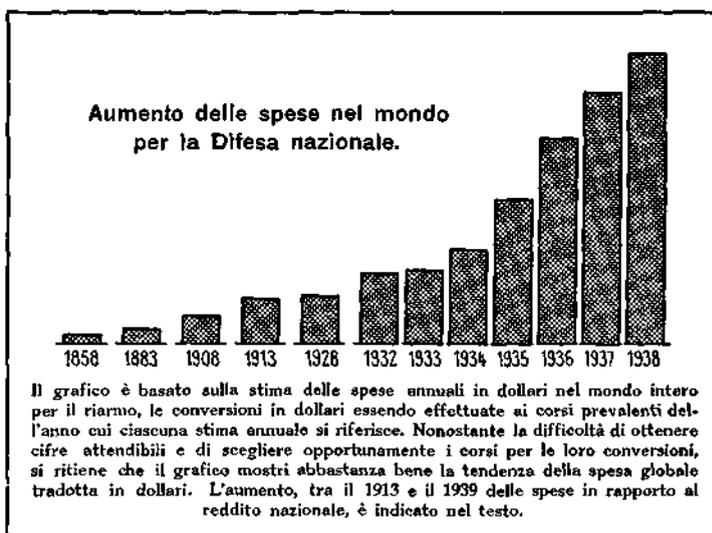
Riesaminando gli avvenimenti degli ultimi anni, non v'è dubbio che, se alla fine dell'autunno del 1936 si fosse dato l'allarme mediante il rialzo del saggio ufficiale di sconto, gli uomini d'affari sarebbero divenuti più esitanti e si sarebbero astenuti dall'ammassare scorte eccessive, evitando così l'aumento dei prezzi e dei salari. Tale esitazione avrebbe favorito il mantenimento dell'equilibrio ed evitata una nuova grande depressione nell'industria e nell'impiego di mano d'opera.

L'astenersi dal rialzo del saggio di sconto, inteso quale mezzo per prevenire lo squilibrio tra costi e prezzi, presenta pertanto alcuni pericoli evidenti, specialmente quando vi sia scarso motivo di credere che tale rialzo debba comportare importanti restrizioni nell'uso del credito. L'effetto puramente tecnico del rialzo del saggio di sconto ha generalmente minore importanza dell'effetto psicologico, quello cioè d'un segnale d'allarme lanciato dalle autorità monetarie. L'aumento di 1 % del saggio di sconto non fa generalmente salire gran che i costi di produzione, sia per coloro che fanno uso del credito, sia per coloro che posseggono scorte in magazzino. L'effetto psicologico, invece, può essere assai grande e, talvolta, sufficiente per arrestare la tendenza ad un'esagerata espansione. V'è anzi il pericolo che si presti troppa attenzione all'avvertimento. Si ha l'impressione che il grosso pubblico, il mondo politico e quello degli affari si siano talmente abituati al credito a buon mercato e siano così convinti del suo benefico effetto, che l'aumento del saggio di sconto, anche se inteso soltanto ad invitare alla prudenza, possa essere interpretato come segno dell'avvicinarsi di tempi difficili. Partendo da questa premessa, si è asserito che la manovra del saggio di sconto non possa essere sostituita, se non tutt' al più parzialmente, da altri mezzi d'azione. Certi altri segnali ammonitori possono facilmente produrre un panico con risultati affatto indesiderabili ed imprevedibili; l'imposizione di divieti ufficiali o ufficiosi sembra presentare lo svantaggio che la loro

soppressione, quando le condizioni siano mutate, è difficile, mentre la manovra del saggio di sconto può farsi esattamente al momento opportuno. Può darsi che, soltanto dopo che i cambiamenti nei saggi di sconto saranno avvenuti, il mondo degli affari ed il pubblico in genere riusciranno a liberarsi dalla tendenza ad attribuire eccessiva importanza al credito a buon mercato e valuteranno giustamente il significato di questi cambiamenti. Il Comitato Macmillan (pagina 132) mise in rilievo che le banche centrali non debbono aver timore di effettuare piccoli e frequenti cambiamenti del saggio di sconto. "Tali frequenti e piccoli cambiamenti", continua il rapporto, "avrebbero anche il vantaggio di abituare il pubblico a non assegnare eccessiva importanza agli adeguamenti necessari".

Nel 1938, un solo paese europeo — il Belgio — ricorse alla manovra del saggio di sconto per arrestare un violento esodo di capitali. In generale, però, i tassi per il credito a breve termine rimangono bassissimi seppure non ribassano ancor più. A Londra, il tasso di sconto delle cambiali del Tesoro non risenti quasi affatto dell'esodo di capitali. Peraltro, durante gli ultimi quattro anni, i tassi a lungo termine sono aumentati a Londra. L'aumento, nel secondo semestre del 1938, si riconnette all'esodo di capitali, ma il primo forte rialzo s'ebbe nella primavera del 1937, quando fu annunciato il programma di riarmo ed il conseguente ricorso a prestiti. Si ricorderà che nel periodo dal 1900 al 1914, per effetto dell'aumento delle spese per il riarmo e della produzione d'oro, i tassi d'interesse a lungo termine a Londra crebbero da circa  $2\frac{1}{2}\%$  a  $3\frac{1}{2}\%$ . Le somme che si erogano attualmente per il riarmo sono incomparabilmente maggiori, in via assoluta come in via relativa, di quelle spese prima del 1914. Tra il 1903 ed il 1913, le spese di riarmo dell'insieme dei paesi si raddoppiarono, mentre tra il 1928 ed il 1938 esse si sestuplicarono, come

appare dal grafico che segue.



Se si confrontano queste spese col reddito nazionale, si hanno le seguenti proporzioni: nel 1913, le spese totali votate nel Regno Unito per l'esercito e la marina si elevarono a circa £77 milioni, cioè  $3\frac{1}{2}\%$  del reddito nazionale; nel 1939—40, le spese da

consacrare al riarmo figurano in bilancio per £630 milioni, rappresentanti 14% del reddito nazionale, percentuale quadrupla di quella dell'anteguerra. Proporzioni simili si trovano in alcuni altri paesi, e danno un'idea dell'importanza eccezionale delle spese per il riarmo. Inoltre, il gravame permanente minaccia di essere maggiore, poichè una caratteristica delle armi moderne è la maggior spesa che esse necessitano per la conservazione e la sostituzione; costosissimo è non soltanto il materiale militare moderno — aeroplani, artiglierie, navi — ma anche il suo mantenimento ed è breve la sua durata.

Inevitabilmente tali spese richiedono uno sforzo finanziario e produttivo che nuoce alle possibilità di miglioramento sociale e concorre anche direttamente ad abbassare il tenore di vita. Dal punto di vista finanziario, il problema immediato dei ministri delle finanze consiste nel provvedere i fondi necessari per via di imposizioni fiscali o prestiti, in maniera da non mettere in pericolo il potere d'acquisto della moneta all'interno, nè compromettere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti coll'estero. La linea di condotta più sicura si trova senza dubbio nel ricorso, per quanto possibile, all'imposizione fiscale ma questa politica difficilmente può applicarsi al cento per cento data la resistenza psicologica che, naturalmente, essa incontra e anche perchè in certo modo nuoce allo sviluppo massimo della produzione. I disavanzi di bilancio nel mondo intero, che vengono attualmente coperti mediante prestiti, oltrepassano in totale 1 miliardo di dollari al mese.

Per diminuire il peso del finanziamento del riarmo, i governi cercano naturalmente di prendere denaro a prestito al minor costo possibile. Non ne consegue però che i ministri delle finanze debbano opporsi al rialzo del saggio di sconto quando esso è richiesto dalle condizioni del mercato. Può accadere che il rialzo del tasso a breve termine si ripercuota solo parzialmente sul mercato dei capitali a lungo termine e non comporti un aggravio sul bilancio, come a prima vista sembrerebbe. Ma nessuna considerazione di bilancio può avere tanta importanza quanto ne ha l'interesse primordiale di conservare l'equilibrio tra costi e prezzi onde impedire un ristagno del commercio e dell'industria. Il costo leggermente più elevato del debito fluttuante è nulla in confronto del costo per la società nel suo insieme (e quindi anche per le finanze dello Stato) di un serio ristagno nell'economia nazionale come quello che s'ebbe nella recente depressione in cui, dal settembre 1937 al maggio 1938, la produzione industriale negli Stati Uniti diminuì di un terzo. Una politica flessibile non contrasterebbe affatto col giuoco della tecnica moderna mediante la quale si impedisce ai movimenti internazionali di capitali di esercitare un'influenza esagerata sulle condizioni di credito dei mercati interessati.

Una delle anomalie della situazione attuale si riscontra nel fatto che l'abbondante produzione dell'oro è stata assorbita da centri relativamente poco

numerosi ed ha creato in quest'ultimi un altissimo grado di liquidità fondato sulle vaste riserve auree delle banche centrali e sulle ampie disponibilità di cassa delle banche commerciali. Nella misura in cui l'esperienza del passato può servire di guida per l'avvenire, si può rammentare che il primo effetto del nuovo oro estratto nel Transvaal, nell'ultimo decennio del secolo scorso, fu l'alto grado di liquidità con bassissimi tassi d'interesse sui mercati a breve ed a lungo termine. A mano a mano però che, per effetto della vasta produzione aurea, i prezzi cominciarono ad aumentare — in ritardo di forse cinque o dieci anni — gli industriali e i commercianti ebbero bisogno di maggiori capitali liquidi per finanziare le loro scorte in magazzino; al contempo salirono le percentuali d'utile, favorendo l'investimento di capitale a lungo termine, e presto si inasprirono i tassi d'interesse. Se, per effetto dell'odierna abbondante produzione d'oro, si verifica un netto rialzo dei prezzi delle merci, c'è da attendersi che i tassi d'interesse riprendano a salire. In tale caso, l'insistere artificialmente nel mantenere il credito a buon mercato, non mancherà d'esercitare un'influenza perturbatrice sul sistema creditizio con sgradevoli ripercussioni sulla vita economica del paese in generale.

Nel campo internazionale, continuano le normali relazioni creditizie per scopi commerciali fra paesi a monete libere e relativamente stabili, e lo scambio di merci fra tali paesi rappresenta tuttora due terzi del commercio mondiale. In quelli dove vigono restrizioni di cambio, il meccanismo normale del credito non funziona, nei rapporti internazionali, che in misura limitata, malgrado gli sforzi che si fanno per accordare crediti speciali all'esportazione nonchè all'acquisto, da parte delle banche centrali, di tratte d'esportazione, per fornire quanto più possibile le consuete facilitazioni di credito. Non è possibile attendersi però che i pagamenti derivanti da operazioni puramente commerciali si compensino esattamente, nè nelle cifre, nè nelle scadenze; si accumuleranno sempre, sui mercati a contanti e più ancora sui mercati a termine, arretrati attivi o passivi che occorrerà liquidare con operazioni di carattere non commerciale. Il funzionamento normale del sistema creditizio presuppone l'esistenza di una certa quantità di crediti finanziari; pertanto, nei tentativi di distinguere le operazioni creditizie ammissibili da quelle non desiderabili al fine di sopprimere la speculazione, non è possibile restringere alle sole operazioni commerciali il criterio di ciò che debba considerarsi come ammissibile, poichè tale restrizione nuocerebbe al giuoco normale dei mercati. Prima del 1931, le differenze di pressione fra i vari mercati monetari venivano rapidamente livellate dall'afflusso o dall'efflusso di disponibilità bancarie. Quando il flusso di queste da un mercato all'altro s'ingrossava al di là delle occorrenze normali di carattere stagionale o analogo, la colpa non era del sistema creditizio, il quale continuava ad assolvere la sua funzione di egualizzare la pressione del credito, bensì di perturbazioni più profonde

agitanti l'intera gamma dei movimenti internazionali dei capitali. La crisi scoppiata nel 1931 ha sconvolto, più che la stessa guerra del 1914—18, il sistema dei crediti bancari da mercato a mercato. Ed è specialmente quando si tenta di ripristinare le antiche possibilità di credito che si constatano quali vantaggi presentasse il sensibile meccanismo che funzionava quando i cambi erano stabili.

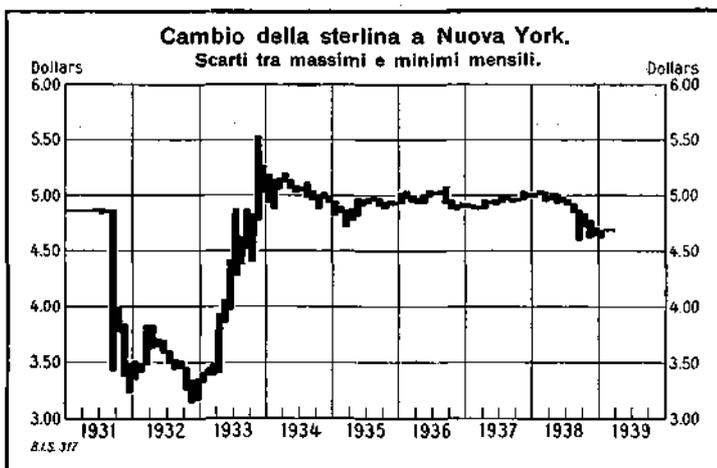
La Banca dei Regolamenti Internazionali segue attentamente il funzionamento delle varie misure creditizie che vengono prese per favorire il commercio estero, ed essa stessa vi ha contribuito coll'accordare facilitazioni per il finanziamento delle operazioni commerciali. Seguendo tale indirizzo, sono stati concessi alcuni utili crediti, benchè necessariamente su scala limitata; inoltre, s'è creata una migliore comprensione della funzione che le disponibilità bancarie possono compiere agli effetti della restaurazione del sistema creditizio mondiale. La Banca dei Regolamenti Internazionali si adopera a continuare il lavoro cominciato ed è lieta di poterlo fare in istretto contatto colle varie banche centrali. Poichè, sebbene in un'epoca di grande tensione internazionale il suo lavoro corrente consista principalmente nel comperare e vendere cambi e oro per conto delle banche centrali, la Banca deve pure seguitare a dedicare la sua attenzione al compito di promuovere, quanto più sia possibile, le relazioni regolari tra le varie nazioni del mondo nel campo monetario, creditizio e commerciale.

## II. CAMBI, COMMERCIO INTERNAZIONALE E PREZZI.

### 1. I CAMBI.

Nell'anno 1937, l'espansione del volume del commercio mondiale aveva assicurata la stabilità dei cambi in misura tale quale non si era più avuta dopo il 1931. Purtroppo questo progresso non si mantenne nel 1938, nel quale anno, al contrario, vi fu un netto ristagno, cagionato, da un lato, dalla caduta dei prezzi delle materie prime, donde un peggioramento nella bilancia dei pagamenti dei paesi che le producono e, dall'altro, dalla situazione politica internazionale alla quale va principalmente attribuito il cospicuo esodo di capitali erratici da Londra e da altri centri europei, prevalentemente verso Nuova York.

In taluni momenti di intensa agitazione politica i mercati dei cambi furono più attivi dell'ordinario; ma non è il caso di esagerare l'entità del peggioramento che ebbe a soffrire, nel corso dell'anno, la situazione mondiale dei cambi.



Durante l'anno 1938 la sterlina perse  $6\frac{1}{2}\%$  del suo valore di cambio, eppure il rapporto della sterlina al dollaro fu mantenuto, generalmente, entro limiti che non si scostano, rispetto alla vecchia parità, più di circa  $4\%$  e nessuna defezione è da annoverare tra i paesi del-

l'area della sterlina. I paesi produttori di materie prime, danneggiati dalla caduta dei prezzi dei loro prodotti, esercitarono, di regola, una severa sorveglianza sui deprezzamenti dei cambi e, in taluni casi, riuscirono a non perdere maggior terreno di quanto non ne avessero riguadagnato nell'anno precedente. Inoltre, il franco francese, caduto di  $18\%$  nei primi quattro mesi del 1938, venne mantenuto stabile dal maggio in poi e, verso la fine dell'anno, riuscì ad ispirare un po' di fiducia la quale trovò espressione in un importante rimpatrio di capitali.

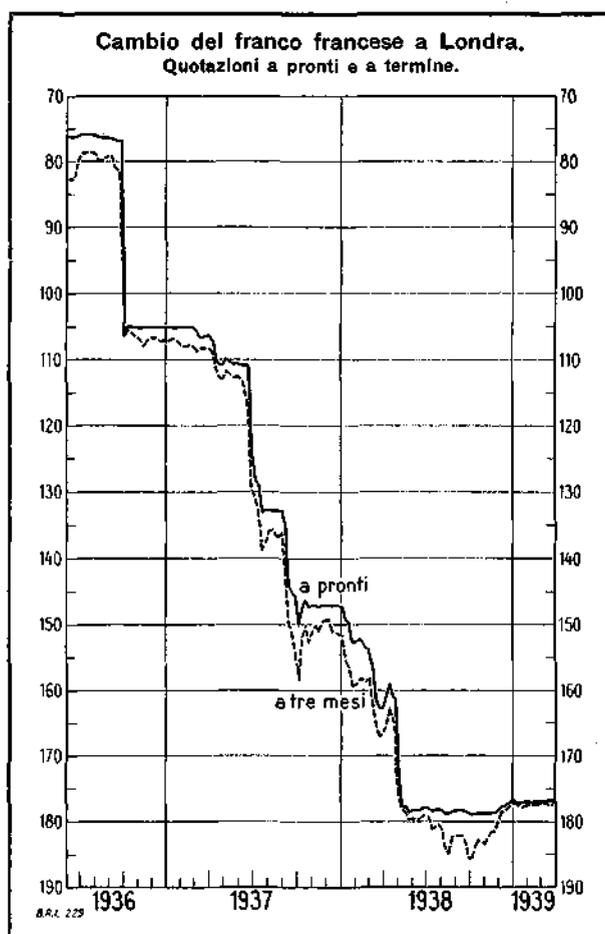
Le vicende del franco francese dall'epoca della svalutazione nell'autunno 1936 in poi, hanno obbedito, piuttosto che a circostanze d'ordine mondiale, a fattori interni tra i quali hanno avuto importanza determinante l'andamento

dei costi e dei prezzi in Francia, il volume della produzione francese, i metodi impiegati per colmare i disavanzi del bilancio statale ed infine le previsioni del pubblico francese circa il livello al quale sembrava probabile il franco dovesse stabilizzarsi in avvenire. Quanto alle operazioni con l'estero, esse hanno avuto scarsa influenza sul valore del franco, dato che negli ultimi anni sono praticamente mancati i capitali esteri sul mercato francese.

Come conseguenza dell'aumento dei costi e dei prezzi interni, nel secondo semestre del 1936 ed al principio del 1937, la Francia perdette presto il vantaggio procurato dalla svalutazione della moneta a 105 franchi francesi per

sterlina nel settembre 1936. Il ripiegamento fino alla quota di circa 133 franchi, nel giugno 1937, servì utilmente a creare un migliore equilibrio in relazione all'estero, ma non a restituire la fiducia; si susseguirono invece, con rapido ritmo, ulteriori ripiegamenti nel secondo semestre del 1937 ed al principio del 1938.

Il 5 maggio 1938, il franco fu stabilizzato alla quota 179 rispetto alla sterlina, quota che il Presidente del Consiglio aveva, alla vigilia, dichiarato alla radio essere il limite minimo per l'avvenire. Diffusasi la sensazione che a questa quota fosse possibile difendere efficacemente il franco, si cominciarono a liquidare gli impegni a termine e questa fu la principale causa del successivo im-

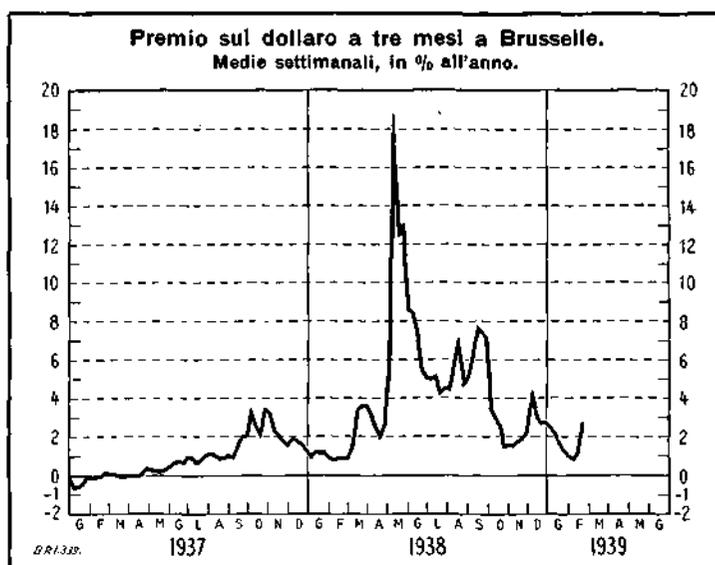


portante e rapido afflusso di capitali per un volume che si valuta tra 16 e 18 miliardi di franchi francesi. Senonchè, in luglio e agosto il mercato tornò ad essere sfavorevole al franco; il rapporto del franco alla sterlina fu contenuto entro il limite annunciato, ma soltanto grazie all'impiego del grosso delle risorse del Fondo cambi. Durante la crisi del settembre, la Banca di Francia concesse larghe facilitazioni di credito alle banche commerciali e ad altri istituti di credito, ad aziende industriali e commerciali ed al governo, accrescendo

di 22½ miliardi, tra il 1° ed il 29 settembre, la circolazione dei biglietti. Divenne però più facile contenere il franco tra le quote 178 e 179 quando venne a cessare completamente, proprio in piena crisi, l'esodo dei capitali dalla Francia. Il 5 ottobre 1938 il governo ricevette dal parlamento più ampi poteri e, nel corso del mese seguente, emanò una serie di provvedimenti intesi a restaurare l'equilibrio del bilancio ordinario, a rendere più elastica l'applicazione della settimana di 40 ore ed a rivalutare le riserve auree della Banca di Francia. La proposta di introdurre il controllo dei cambi fu respinta, perchè difficile da realizzare; perchè avrebbe ingenerato profonde modificazioni nella situazione economica interna ed alterato le relazioni con gli altri paesi (fissate nel campo monetario, dall'accordo tripartito); perchè, infine, il controllo, inteso unicamente ad arrestare un ulteriore esodo dei capitali, non sarebbe stato altro che un atteggiamento negativo, mentre l'obbiettivo da raggiungere doveva essere il rimpatrio dei capitali già emigrati. Per effetto dei provvedimenti governativi ritornò una maggiore fiducia e si ritiene che, nell'inverno del 1938—39, siano gradualmente tornati in patria da 16 a 20 miliardi di franchi, capitali appartenenti per la maggior parte, sembrerebbe, ad aziende commerciali ed industriali che si trovarono ad aver bisogno di aumentare le loro disponibilità liquide per potere accrescere la produzione profittando dell'irrigidimento dei prezzi. Allo stesso tempo, il cambio della sterlina a tre mesi, che all'inizio del 1938 era stato quotato con uno sconto corrispondente ad un tasso d'interesse di 10%, e più all'anno, venne ricondotto verso quotazioni assai più normali, anzi, in qualche momento fu riportato alla pari. Contrariamente alla precedente esperienza, quella specialmente dell'ottobre 1936 e del maggio 1938, la tendenza favorevole del franco risultò durevole e si protrasse durante l'intero inverno, nonostante l'incertezza della situazione politica internazionale. Grazie al riafflusso nell'ultimo trimestre del 1938, sembra che i movimenti dei capitali durante l'intero anno si siano sostanzialmente controbilanciati. Le partite correnti nella bilancia dei pagamenti subirono anch'esse un miglioramento: la bilancia commerciale della metropoli e delle colonie fu in disavanzo per 15 miliardi di franchi nel 1938 contro 18 miliardi nell'anno precedente. L'aumento della produzione carbonifera nazionale da 45 milioni di tonnellate nel 1937 a 48 milioni nel 1938 permise di ridurre le importazioni di carbone, il che è un esempio della stretta correlazione che intercede fra il volume della produzione interna e la situazione della bilancia dei pagamenti.

La diminuzione del valore del franco francese nella primavera del 1938 influi sulle valute di altri paesi ed in particolar modo sul franco belga il quale, nella prima metà del maggio, fu fatto segno ad un attacco di grande violenza. Dapprima, le banche commerciali belga poterono far fronte alla domanda di divise estere con le proprie riserve liquide, ma il lunedì 9 maggio

esse rivolsero forti richieste di credito alla Banca nazionale, la quale venne così a trovarsi in grado di far valere la sua influenza. Il martedì 10 maggio il saggio di sconto della banca fu elevato da 2 a 4% ed il giorno stesso il Presidente della Commissione bancaria (che era al contempo Governatore della Banca nazionale) conferì coi rappresentanti di parecchie fra le banche più importanti e si assicurò la loro collaborazione allo sviluppo di un programma inteso a restringere fino al minimo le concessioni di nuovi crediti e ad impedire che i crediti già concessi venissero usati per altri scopi che non quelli normali del commercio. Inoltre, la Banca nazionale stessa si assicurò, prima di aprire crediti a banche commerciali, che le banche in questione avessero impiegato integralmente le proprie risorse e che non adoperassero le loro disponibilità di cassa in valuta belga per arbitraggi in cambi. Pur mantenendo i cambi a pronti del franco al punto di esportazione dell'oro, la Banca nazionale non intervenne a sostegno delle quotazioni del mercato a termine e le lasciò cadere bruscamente. L'obbiettivo principale di questa politica fu quello di rendere difficili e costose le speculazioni al ribasso; infatti, lo sconto sui cambi a termine aumentò in qualche momento fino a tassi corrispondenti a 30% all'anno ed anche più, quotazioni, queste ultime, che rimasero peraltro in gran parte nominali. Qualora la Banca nazionale avesse sostenuto i cambi a termine,



sarebbe stato più facile, per i venditori allo scoperto del franco belga, di trovare contropartite. Inoltre, i quantitativi di valuta nazionale che potevano essere presentati alla Banca nazionale per pagare in contanti acquisti d'oro erano necessariamente limitati, d'altro canto assai considerevoli sarebbero state le somme in contanti che avreb-

bero potuto essere utilizzate per acquistare divise estere in un mercato a termine sufficientemente largo per fornire tutte le contro-partite. L'intervento sul mercato a termine sarebbe stato equivalente ad un'espansione diretta del credito della banca centrale in contrasto col principio della difesa mediante restrizione del volume del credito interno.

Questo atteggiamento della Banca nazionale, contraria a sostenere il mercato a termine in presenza di una pressione sul franco ed in un momento in cui l'intervento avrebbe favorito la speculazione (i tassi domandati sarebbero stati in ogni caso troppo elevati per consentire alle aziende commerciali di assicurarsi le loro normali coperture) non contrasta alla politica di sostegno che essa pratica in circostanze più normali. Nella sua relazione annuale per il 1938, la Banca nazionale del Belgio rivela avere essa proceduto talvolta ad interventi sul mercato a termine allo scopo di allargarlo e renderlo più regolare ed aggiunge: "Nella misura in cui l'attività di questo mercato risponde alla copertura di normali occorrenze di cambi, tale iniziativa si giustifica colle relazioni strette esistenti fra tale mercato e quello del denaro a breve termine."

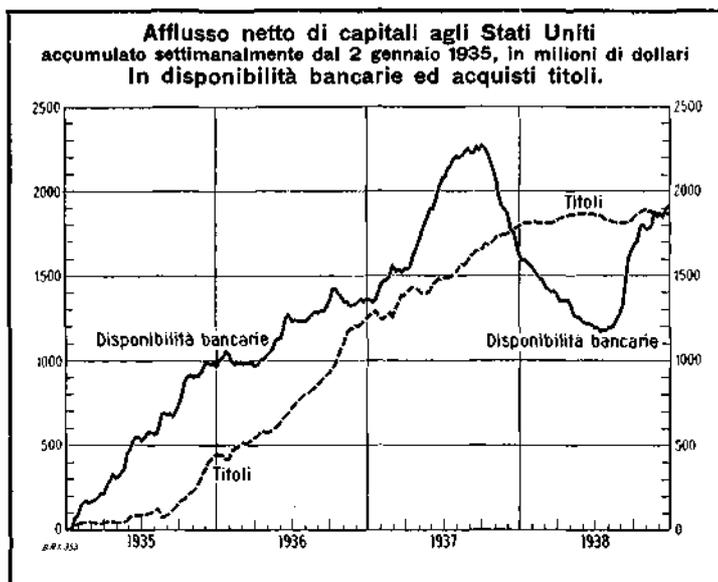
Già nella seconda metà di maggio, l'esodo di capitali era in gran parte arrestato e nella prima settimana di giugno l'oro cominciò a ritornare, continuando così fino alla fine dell'anno, tranne interruzioni insignificanti. Dal 28 aprile al 1° giugno 1938 l'esodo dell'oro raggiunse la cifra di 4540 milioni di franchi belga, di cui circa oltre un quarto si può ritenere rappresentino capitali di pertinenza estera (depositi, biglietti ecc.); del rimanente, una metà circa rappresenta la fuga di capitali belga, la speculazione ecc. e l'altra metà la prorogata copertura di impegni commerciali in franchi belga ed il rimborso anticipato di debiti in valute estere. Conviene mettere in rilievo l'importanza di questi rimborsi, poichè generalmente si sottovaluta assai l'importanza di uno spostamento delle date e delle scadenze dei pagamenti puramente commerciali. Nel caso del Belgio, l'effetto prodotto da questi rimborsi ebbe, peraltro, carattere puramente temporaneo e rimase quasi senza influenza sull'entità della perdita complessiva di oro nel corso dell'anno 1938. Questa perdita, da parte della Banca nazionale e del Tesoro, si elevò a circa 3 miliardi di franchi belga e rappresentò la contro partita di ritiri di capitali di pertinenza estera e di taluni altri movimenti in conto capitale, come l'eccedenza dei rimborsi di debiti verso l'estero rispetto all'insieme dei nuovi capitali presi a prestito all'estero. Non sembra essersi prodotto alcun disavanzo nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti; le esportazioni diminuirono bruscamente, ma le importazioni in misura ancora maggiore (in conseguenza della caduta dei prezzi delle materie prime). È probabile che si rendesse necessario un riadattamento tra il livello dei costi e quello dei prezzi, poichè il Belgio, la cui economia è naturalmente molto sensibile alle variazioni che avvengono nell'economia mondiale, si risentì fortemente della rapidissima contrazione manifestatasi nella produzione industriale degli Stati Uniti e della brusca diminuzione del potere d'acquisto dei principali paesi produttori di materie prime. Per respingere l'attacco contro il franco, nel maggio 1938, la Banca nazionale applicò i classici principii di difesa: consegna illimitata di oro contro pagamento in contanti ma, ad un tempo,

contrazione delle disponibilità liquide, in modo da rendere difficile e costoso, a coloro che mancavano di queste ultime, di procurarsi l'oro. Si ebbe cura, nondimeno, di non restringere le aperture di credito normalmente occorrenti alle aziende commerciali ed industriali. Il saggio di sconto della Banca nazionale fu rialzato principalmente per ragioni psicologiche: cioè, per fare comprendere che la moneta sarebbe stata difesa con la massima energia. L'attacco al franco essendo stato respinto nello spazio di poche settimane, la politica di restrizione del credito e gli alti tassi che, solo per poche settimane, furono quotati sul mercato dei cambi a termine, cagionarono soltanto qualche perturbamento temporaneo che non produsse danni reali all'economia interna, nè al commercio estero del paese.

Le variazioni del valore del franco francese ed i movimenti di capitali tra Parigi e Brusselle si ripercossero sul mercato di Londra, ma il fattore predominante che influenzò il valore di cambio della sterlina fu dato dalle relazioni con gli Stati Uniti. Le successive fasi dell'andamento su questo mercato appaiono chiaramente dall'esame dei movimenti netti delle merci, dell'oro e dei capitali tra Londra e gli Stati Uniti.

Cifre trimestrali	Movimenti netti verso e dagli Stati Uniti			Aumento (+) o diminuzione (-) percentuale in 348 titoli Industriali sul mercato di N. Y.	Cambio della sterlina rispetto al dollaro
	Bilancia del commercio estero	Entrate nette di oro dall'estero	Afflussi (+) ed efflussi (-) di capitali (In quanto noti)		
	In milioni di dollari			in %	media
1936 quarto trimestre	+ 67	+ 352	+ 327	+ 10	4,90
1937 primo " "	- 114	+ 396	+ 323	+ 7	4,89
secondo " "	- 34	+ 633	+ 630	- 12	4,93
terzo " "	+ 98	+ 426	+ 350	- 6	4,97
quarto " "	+ 311	+ 131	- 502	- 25	4,98
1938 primo " "	+ 321	+ 63	- 203	- 3	5,00
secondo " "	+ 310	+ 179	- 161	- 8	4,97
terzo " "	+ 231	+ 751	+ 407	+ 21	4,87
quarto " "	+ 273	+ 981	+ 326	+ 7	4,72

Fra la tendenza delle quotazioni alla borsa di Nuova York e la direzione che prendono i movimenti di capitali, quali influiscono sul rapporto tra la sterlina ed il dollaro, si riscontra una correlazione. Nei periodi in cui la borsa fu ferma, i capitali furono attratti verso gli Stati Uniti; quando invece la borsa fu debole, i capitali ritornarono in Europa. Appare un paradosso il fatto che il saldo netto delle operazioni in titoli abbia manifestato tendenza a mantenersi costante, e che le variazioni nell'afflusso di capitali verso gli Stati Uniti abbiano avuto ripercussioni quasi solamente sulle "disponibilità bancarie".



Neppure nel periodo, tra l'agosto 1937 e il giugno 1938, in cui la borsa fu debole e vaste disponibilità a breve termine furono ritirate, i detentori esteri di titoli americani, considerati nel loro insieme, ridussero il loro portafoglio americano.

Se ne deduce che la stretta correlazione fra la tendenza alla

borsa di Nuova York ed il flusso di capitali fra gli Stati Uniti e l'estero non può essere che di carattere indiretto e precisamente, a quanto sembra, il riflesso delle alternative della fiducia che il pubblico ripone nell'avvenire dell'economia americana e nel valore del dollaro. In tempi di ristagno d'affari negli Stati Uniti, si diffonde più o meno largamente la credenza che le autorità di Washington, nonostante ogni dichiarazione in contrario, possano svalutare ulteriormente il dollaro ed allora s'ingenera una "fuga dal dollaro" che trascina i capitali esteri fuori del paese. Quando gli affari presentano segni di miglioramento, questi timori cessano e si dimenticano i dubbi circa la permanenza dell'attuale rapporto del dollaro all'oro. Il fatto che, nella seconda metà del 1938, la ripresa degli affari negli Stati Uniti coincise con una grave crisi politica in Europa, creò una situazione tale per cui i capitali ritornarono precipitosamente verso il mercato di Nuova York.

Se questi grandi movimenti di capitali, originati da un complesso di preoccupazioni relative alla moneta e agli avvenimenti politici, hanno dominato il mercato, altri fattori hanno avuto un'influenza non trascurabile:

1) Un raffronto tra l'andamento dei salari e quello dei prezzi dei prodotti finiti, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, durante gli ultimi due anni, è istituito nei grafici alla pagina 10 dell'introduzione. Il crescente distacco tra i prezzi dei prodotti finiti ed i salari, che si riscontra negli Stati Uniti, non si ritrova nel Regno Unito, e questa differenza è importante non solo dal punto di vista dell'economia interna di ciascuno dei due paesi, ma anche per l'influenza che ha sul rapporto tra le monete rispettive. Qualunque siano gli indici scelti per effettuare il confronto, i prezzi delle merci negli

Stati Uniti, tra la metà del 1937 e la fine dell'anno, subirono un ribasso superiore di 10% a quello dei prezzi in Inghilterra. Questo miglioramento del potere d'acquisto del dollaro in confronto alla sterlina avrebbe dovuto, secondo la teoria della "parità di potere d'acquisto", rafforzare il valore di cambio del dollaro rispetto alla sterlina (il che difatti è avvenuto nel 1938). Se invece si basasse il calcolo dei valori intrinseci delle due monete sul confronto delle variazioni relative dei costi di produzione anzichè dei prezzi, si giungerebbe ad un risultato nettamente contrario: il valore intrinseco della sterlina apparirebbe aumentato, inquantochè i costi di produzione americani, misurati in base ai salari orari, sono aumentati più dei costi di produzione inglesi. Troppo spesso si ritiene che le variazioni dei costi e dei prezzi relativi in due paesi debbano tradursi in una variazione corrispondente del valore intrinseco delle loro monete. Tale conclusione è generalmente giustificata quando si verificano violenti deprezzamenti come quelli della sterlina e d'altre monete nel 1931 e del dollaro nel 1933, ma sarebbe errore il pensare che la stessa conclusione sia esatta quando si tratta di quelle variazioni limitate che si producono nelle diverse fasi del ciclo economico. L'esperienza di parecchi paesi sembrerebbe dimostrare che i costi di produzione sono più viscosi dei prezzi e perciò i loro movimenti, alla lunga, di maggiore importanza.

2) Un altro fattore che contribuì a rafforzare il valore di cambio del dollaro fu l'aumento del saldo attivo nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, mentre, al contempo, le partite correnti nella bilancia dei pagamenti britannica presentavano un disavanzo importante.

Anno	Stati Uniti d'America			Regno Unito		
	Bilancia commerciale	Saldo netto delle altre partite correnti	Saldo di tutte le partite correnti	Bilancia commerciale	Saldo netto delle altre partite correnti	Saldo di tutte le partite correnti
	in milioni di dollari			in milioni di sterline		
1936	+ 33	- 186	- 153 *	- 345	+ 327	- 18
1937	+ 265	- 289	- 24 *	- 442	+ 386	- 56
1938	+ 1134	- 169	+ 965 *	- 377	+ 322	- 55

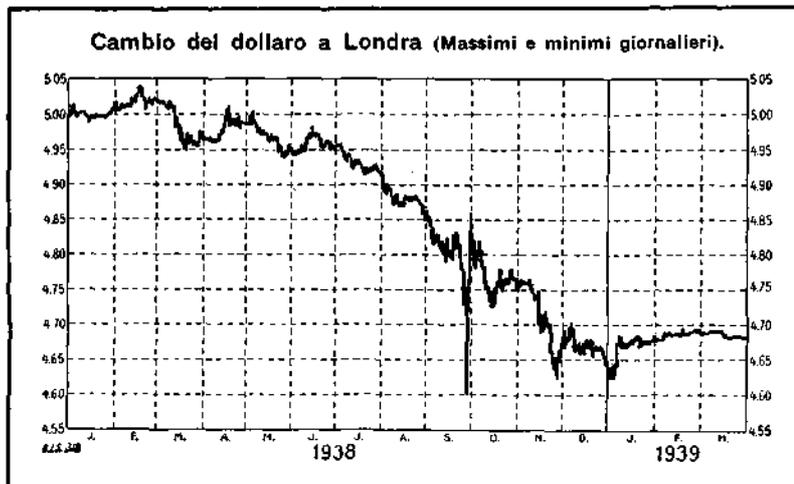
\* Figura nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti una voce intitolata "altre operazioni e residui", ammontante negli anni 1936 e 1937 a + \$170 e + \$676 milioni rispettivamente. Si ritiene che almeno una parte di queste somme rappresenti redditi in conto corrente e che perciò il "saldo di tutte le partite correnti" per gli Stati Uniti sia, in valore assoluto, minore se passivo, maggiore se attivo, di quanto risulta dalla tabella.

La bilancia deficitaria del Regno Unito, tanto nel 1937 quanto nel 1938, fu, peraltro, riequilibrata da un'eccedenza di rimborsi a titolo di ammortamento o altro rispetto all'ammontare totale delle nuove emissioni in paesi d'oltremare e scarsa fu, pertanto, la sua influenza diretta sul valore di cambio della sterlina.

3) Un fattore molto più importante fu l'impiego fatto delle disponibilità dei paesi dell'area della sterlina i quali hanno l'abitudine di conservare a Londra le loro riserve monetarie e bancarie. Nel periodo di fervore degli affari, dall'autunno del 1936 all'estate del 1937, i detti paesi accumularono a Londra disponibilità per circa £100 milioni, di cui una parte importante dovette provenire da esportazioni negli Stati Uniti. Dopo la caduta dei prezzi delle materie prime, nell'autunno del 1937, questi paesi ricorsero alle loro riserve accantonate a Londra per riequilibrare la loro bilancia dei pagamenti ed anche, in certa misura, per comperare oro e dollari; le somme spese a tale fine superarono le riserve accumulate (v. capitolo IV).

4) Il rimpatrio di capitali in Francia, durante il maggio e poi nuovamente nell'autunno del 1938, cagionò anch'esso una certa pressione sulla sterlina. Poichè l'oro che negli anni precedenti arrivava dalla Francia veniva acquistato dal Fondo di perequazione dei cambi, fu naturale che il Fondo stesso fornisse l'oro occorrente allorché la direzione del movimento si invertì. L'ammontare rimpatriato in Francia, fra l'ottobre 1938 e la fine di marzo 1939, fu di circa £100 milioni e per la maggior parte provenne da Londra. Di maggiore importanza fu però l'ammontare trasferito da Londra a Nuova York costituito in parte da capitali appartenenti ad aziende commerciali cui era facile tenerli in un centro piuttosto che in un altro. Poco importanti sembrano essere stati i capitali trasferiti da parte del pubblico britannico, di modo che la parte di gran lunga maggiore rappresenta capitali di pertinenza estera e già tenuti a Londra sotto forma, in parte, di depositi bancari, in parte, di titoli, ivi comprese le cambiali del Tesoro, ed in parte di oro. Tra la fine del 1937 e la fine del 1938 i depositi complessivi delle cinque grandi banche di Londra si contrassero di £75 milioni, diminuzione da ricollegarsi al ritiro dei depositi esteri. Non si conosce la cifra di cui decrebbero complessivamente i depositi delle altre banche londinesi (comprese le filiali di banche estere) ma tale cifra fu certamente importante. Nè è possibile indicare di quanto siasi ridotta la quantità di titoli quotati in borsa e di cambiali del Tesoro appartenenti a stranieri. In taluni periodi le operazioni speculative accrebbero momentaneamente l'esodo dei capitali, ma le posizioni scoperte erano già state probabilmente liquidate nel marzo 1939.

Il Fondo di perequazione dei cambi, in esecuzione del suo compito di appianare le oscillazioni dei cambi, sembra attenersi alla politica che consiste nel contrastare, senza giungere a sopprimerle, le variazioni dei rapporti di cambio, di cui è indice la persistenza di una data tendenza nella situazione dei cambi. Il rapporto della sterlina al dollaro fu lasciato deprezzare molto gradatamente da \$5,00—5,04 nel gennaio e febbraio 1938 a \$4,65—4,70 in dicembre.



Poichè il motivo principale dell'affluenza di capitali verso gli Stati Uniti fu l'inquietudine prodotta dalla situazione politica in Europa, il movimento fu irresistibile; ma anche in queste condizioni l'atteggia-

mento di risoluta difesa della sterlina da parte delle autorità monetarie del Regno Unito doveva giovare grandemente a frenare le esagerazioni della speculazione accompagnata da ogni specie di voci più o meno infondate. A tale scopo furono presi, a Londra, i seguenti provvedimenti:

a) Il 20 dicembre 1938 il Cancelliere dello Scacchiere annunciò che il divieto di emissioni pubbliche a favore dell'estero, già tolto nel precedente mese di febbraio, veniva ripristinato. Dato che i prestiti all'estero si erano già ridotti ad un minimo, questo provvedimento ebbe importanza limitata. Esso, tuttavia, paralizzò le operazioni d'acquisto di grandi masse di titoli all'estero destinati ad essere rivenduti sul mercato di Londra, forma possibile di fuga di capitali.

b) Il 6 gennaio 1939 il Cancelliere dello Scacchiere annunciò che una quantità di oro del valore, al prezzo di mercato, di £350 milioni doveva venire trasferita dalla Banca d'Inghilterra al Fondo di perequazione dei cambi. Lo scopo di questo provvedimento fu la ricostituzione delle disponibilità del Fondo, già cadute al livello di £152 milioni al 30 settembre 1938, e più tardi ancora diminuite. Si riteneva, infatti, generalmente, che la riserva aurea di proprietà del Fondo dovesse trovarsi al disotto del livello di £100 milioni, ma le riserve della Banca d'Inghilterra rappresentavano un valore di mercato di circa £570 milioni. Il trasferimento dell'oro del Fondo, oltre a mobilitare la massa aurea per una difesa attiva, giovò anche ad attirare l'attenzione sull'importanza dell'insieme delle due riserve.

c) Al principio di gennaio 1939, il Cancelliere, in una lettera al Governatore della Banca d'Inghilterra, richiese il ripristino del divieto, già tolto nella primavera precedente, di compiere operazioni a termine sull'oro e di concedere anticipazioni a privati contro depositi di oro. Egli aggiunse esservi "più che mai motivo per continuare a sottoporre tutte le operazioni di cambio del mer-

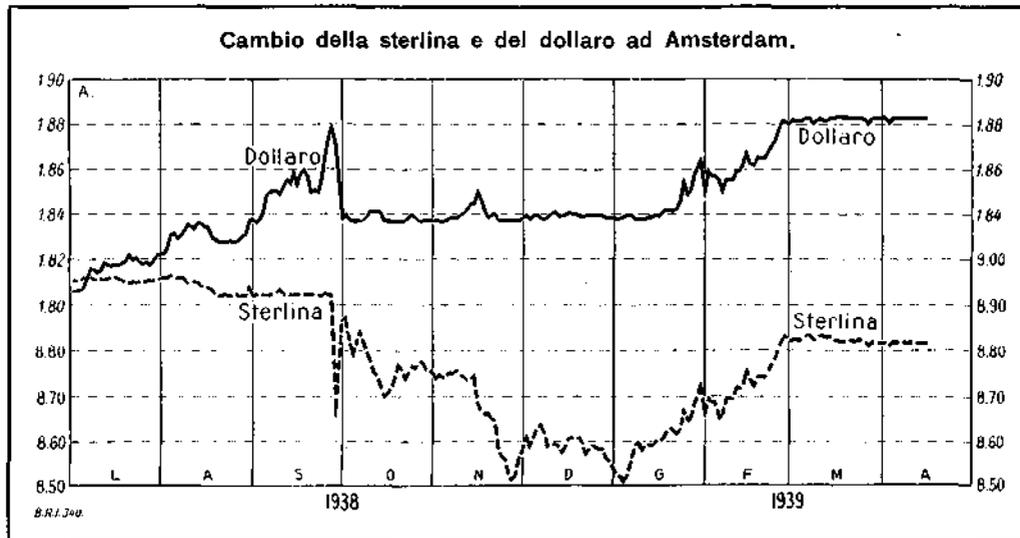
cato al vaglio più accurato, onde eliminare quelle non desiderabili." Le banche ed il mercato dell'oro accettarono di uniformarsi al desiderio del Cancelliere, ed il Comitato londinese dei cambi con l'estero diffuse una circolare allo scopo di orientare il mercato nell'applicazione del divieto di speculazione contro la sterlina. Dato che l'obbiettivo del divieto era quello "di frenare la speculazione sull'oro e sulle divise, senza in alcun modo ostacolare le occorrenze normali del commercio", le norme prescritte furono mantenute sufficientemente elastiche onde consentire deroghe nei casi marginali. Sta di fatto che, a parte la difficoltà di prescrivere norme particolareggiate, le banche della piazza si trovano generalmente in grado di riconoscere, in base alla loro esperienza, se una determinata operazione rientri o meno nel giro ordinario d'affari del cliente che la richiede.

Per quanto riguarda le operazioni in cambi, la circolare avvertiva essere superfluo vagliare le operazioni a pronti; dovere invece "il banchiere, nel caso di operazioni a termine, accertare che il cliente intendesse coprire una sua normale occorrenza commerciale" coll'avvertenza che le operazioni a termine, aventi unicamente per iscopo di proteggere un capitale, non dovevano essere permesse.

I provvedimenti presi a Londra contro la speculazione erano diretti a frenare un malsano sviluppo di attività sui mercati dei cambi ed a controbattere il ripetersi di voci allarmistiche e il diffondersi di una inquietudine dannosa per la condotta normale degli affari. Circa il mercato a termine, si osservano, nel 1938, importanti movimenti di disponibilità bancarie motivati dalle oscillazioni, avvenute sul mercato di Londra, nei rapporti tra le quotazioni a termine ed i tassi d'interesse ottenibili nell'impiego dei fondi provenienti dall'estero (v. capitolo IV). È conseguenza necessaria della posizione che hanno sia gli Stati Uniti ed il Regno Unito nel commercio mondiale, sia la sterlina ed il dollaro in quanto principali tra le monete, il fatto che anche una modesta variazione del rapporto della sterlina al dollaro può cagionare gravi apprensioni. A poco giovava osservare, nella seconda metà del 1938, che la diminuzione del valore di cambio della sterlina era piccola in confronto ai grandi cambiamenti avvenuti negli anni dal 1931 al 1934; finchè persisteva il movimento di discesa, sussistevano gravi problemi monetari in parecchi paesi del mondo.

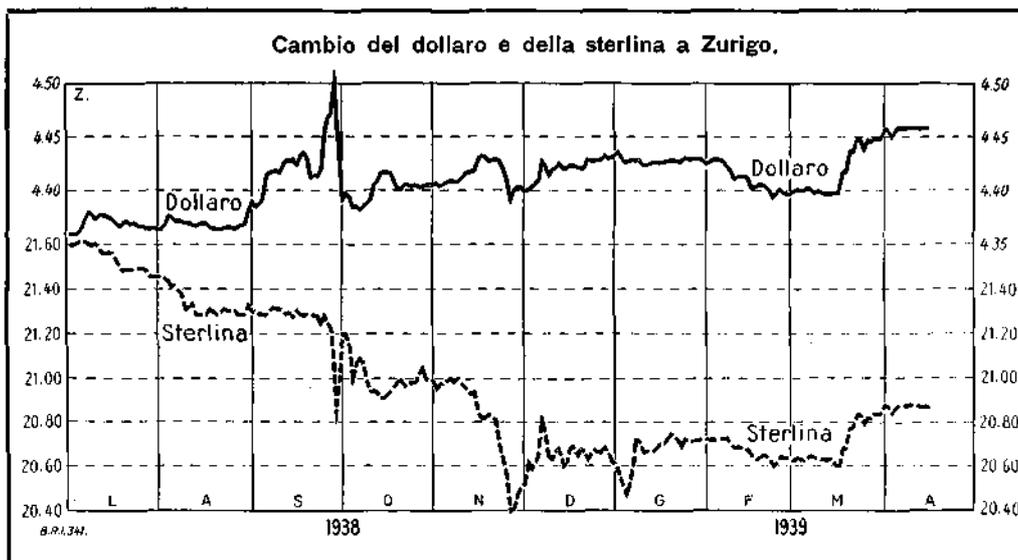
La questione acquistò risalto quando, alla fine di settembre, la sterlina cadde bruscamente; il fiorino olandese ed il franco svizzero ebbero movimenti che interessa rilevare, trattandosi di due monete che si ricollegano in parte all'oro (cioè praticamente al dollaro) ed in parte alla sterlina. Il collegamento con l'oro risulta dall'importanza del commercio con la Germania, il quale in entrambi i paesi passa attraverso conti di compensazione ufficiali. I grafici

seguenti mostrano le quotazioni giornaliere (alle ore 11 a. m.) della sterlina e del dollaro ad Amsterdam ed a Zurigo:



Il fiorino olandese seguì dappresso la sterlina durante la seconda metà dell'agosto e la maggior parte del settembre. Soltanto il 28 settembre, quando la sterlina cadde bruscamente, il fiorino se ne staccò per seguire, quel giorno ed il successivo, una rotta intermedia fra la sterlina ed il dollaro. Il venerdì 30 settembre, il cambio col dollaro raggiunse la quota 1,84 e praticamente vi si mantenne fino a quando, verso la fine del gennaio 1939, sotto la pressione dell'esodo dei capitali dal mercato olandese, il fiorino cedette ancora leggermente, giungendo a perdere fino a circa 22% dell'antica parità aurea, che rappresenta lo stesso deprezzamento che il fiorino aveva già subito nel periodo in cui, fino al 27 settembre 1938, era ancorato alla sterlina. Nel marzo ed aprile 1939, il fiorino è tornato ad essere stabile, a circa 1,88 rispetto al dollaro.

Il franco svizzero si mantenne praticamente stabile, alla quota di 21,30 rispetto alla sterlina, durante la maggior parte dei mesi d'agosto e settembre 1938; ma a partire dal 23 settembre seguì un andamento intermedio fra la sterlina ed il dollaro con spiccata tendenza verso il dollaro. Conformemente ad una istruzione impartita dal Consiglio federale alla Banca nazionale svizzera, il 27 settembre 1936, la Banca deve mantenere il valore del franco svizzero ad un livello rappresentante un deprezzamento di circa 30% rispetto all'antica parità aurea. Immediatamente dopo la svalutazione, la Banca nazionale stabilì, per l'oro, il prezzo di 4869,80 franchi per chilogrammo d'oro fino, il che comporta un deprezzamento di circa 29¼%. Nell'autunno 1938, quando il franco svizzero, per un certo tempo, seguì la sterlina, il prezzo teorico dell'oro alla Banca nazionale,



quale risulta dai prezzi correnti dell'oro sul mercato di Londra e dalla posizione del rapporto tra il franco e la sterlina, salì a 4973,15 franchi, ciò che corrisponde ad un deprezzamento di  $30\frac{3}{4}\%$ .

Si può aggiungere che anche in Francia si presentò, nell'autunno 1938, la questione se convenisse far partecipare il franco al movimento di ribasso della sterlina; fu adottata una politica elastica, consistente nel mantenere le oscillazioni del cambio della sterlina entro stretti limiti, pur tenendo conto della posizione del dollaro. La prova che il mercato approvò questa politica, fu data dal continuo rimpatrio di capitali già evasi.

Alcune decisioni importanti occorre prendere quando si trattò di fissare la relazione fra il marco germanico e le monete dell'Austria, del territorio sudetico, della Boemia e Moravia nonchè di Memel.

In ciascun caso le parità furono stabilite tenendo conto della situazione dei prezzi comparati. Nel marzo 1939 fu adottata, per la corona, una parità diversa da quella dell'ottobre 1938 e si ritiene che la ragione di tale mutamento

**Parità di conversione.**

Regione	Unità di vecchia moneta per marco			Marchi per unità di moneta alla nuova parità
	Vecchia parità (1929)	Ultima quotazione di mercato	Parità adottata	
Austria . . . . . scellini	1,693	2,04	1,50	0,67
Territorio sudetico . . corone	8,04	11,63	8,33	0,12
Boemia e Moravia . . corone	8,04	11,63	10,00	0,10
Memel . . . . . lita	2,382	2,382	2,50	0,40

stia nel fatto che nel frattempo i prezzi delle merci erano aumentati nella stessa proporzione. Tranne il caso di Memel, la parità adottata fu sempre tale da conferire alle vecchia moneta un valore superiore a quello risultante dalle quotazioni del mercato precedenti immediatamente il cambiamento sopravvenuto nei rispettivi paesi.

I conti di compensazione della Germania con i varii paesi del bacino danubiano e della regione balcanica sono generalmente basati, nelle convenzioni che li regolano, sulle antiche parità o su parità che vi si approssimano, nonostante il fatto che le divise libere siano quotate, nei detti paesi, a cambi implicanti un considerevole deprezzamento di fatto. D'altra parte, i conti di compensazione della Germania ed i suoi accordi di pagamento con i paesi nei quali il deprezzamento della moneta nazionale è ufficialmente riconosciuto (come, per esempio, il Regno Unito, la Francia, l'Italia, l'Olanda, la Svizzera e la Svezia) sono basati sulla parità aurea del marco. Durante il 1938 si sono più strettamente circoscritte le possibilità di impiego dei marchi "Aski" per operazioni dipendenti dalle cosiddette esportazioni addizionali; peraltro, i marchi "Aski" sono ammessi nei pagamenti con taluni paesi dell'America del Sud coi quali non sono stati conclusi accordi di pagamento o di compensazione; le quotazioni di questi marchi variano di tanto in tanto in relazione al carattere stagionale del commercio con ciascuno dei paesi in questione. Il valore del marco registrato ha oscillato più fortemente che non negli anni precedenti: alla fine del 1938 esso fu quotato a 27 marchi per sterlina, contro un cambio ufficiale di circa 11,70.

Il cambio della lira italiana, rigidamente controllato dalle autorità monetarie, fu mantenuto solidamente ancorato al dollaro durante tutto l'anno.

In Bulgaria, Ungheria, Romania e Jugoslavia si è notata una tendenza ad allargare il campo delle cosiddette "compensazioni" in base alle quali vengono legate tra loro le importazioni e le esportazioni di determinate merci ed anche di determinate ditte. Si può dire che, in parecchi modi, i cambi ufficiali sono stati adattati a livelli meglio rispondenti al rapporto fra la domanda e l'offerta di cambi sul mercato. I paesi dell'Europa sud-orientale non soltanto applicano restrizioni monetarie, ma spesso adottano, nei loro varii accordi di compensazione, cambi corrispondenti a diversi gradi di deprezzamento secondo i varii paesi (la questione del cambio essendo generalmente un importante argomento di negoziazione). Inoltre, le percentuali stabilite per la consegna obbligatoria di divise al cambio ufficiale e per trasferimenti a cambi di compensazione su mercati più o meno liberi, sono generalmente diverse secondo la destinazione e la natura delle merci esportate. La determinazione di queste percentuali è materia di politica monetaria dei paesi in questione. Pertanto tali paesi non possono riguardarsi come appartenenti ad alcun particolare tipo monetario.

Non vi è stato, nel corso dell'anno, nessuna defezione tra i paesi dell'area della sterlina; le monete scandinave e quelle del Portogallo, dell'Egitto, dell'India ecc. sono state mantenute immutate nel loro rapporto fisso con la sterlina.

Lo yen giapponese è stato anch'esso mantenuto stabile alla quota di 1 scellino e 2 denari durante tutto l'anno. Nel 1937 fu prelevata dal profitto di rivalutazione delle riserve auree una somma di circa 400 milioni di yen per costituire uno speciale fondo cambi; nell'agosto 1938 fu prelevata dalla riserva aurea della Banca del Giappone un'ulteriore somma di 300 milioni di yen per costituire, nella Banca stessa, un fondo cambi; l'oro doveva essere convertito gradualmente in divise estere ed il fondo operò in maniera ricorrente nel finanziare l'importazione di materie prime per la produzione di merci destinate all'esportazione: le somme anticipate alle banche a tale fine designate, dovevano venire rimborsate in valute estere entro quattro mesi, coll'obbligo, per le banche stesse, di accantonare a tale scopo una parte delle tratte cedute dagli esportatori. Al contempo le restrizioni di cambio già imposte l'anno precedente furono inasprite: fu fatto obbligo alle dette banche di denunciare ogni dieci giorni alla Banca del Giappone gli acquisti e le vendite di tratte sull'estero e la Banca del Giappone, quando gli acquisti superano le vendite, compera una parte dell'eccedenza. Nel 1938 furono presi ulteriori provvedimenti per mobilitare le disponibilità ed i titoli esteri di proprietà giapponese ed il Governo acquistò grossi quantitativi di tali titoli dalle compagnie di assicurazione ed altri.

All'inizio delle ostilità fra il Giappone e la Cina, nel 1937, esistevano in Oriente quattro monete sussidiarie dello yen giapponese e ad esso legate: lo yen della Banca di Formosa, quello della Banca di Corea, lo yuan della Banca centrale del Manciukuo e quello della Banca centrale della Mongolia interna. A questo gruppo s'aggiunse una quinta moneta, nel marzo 1938, lo yuan cinese, emesso dalla nuova Banca federale di riserva di Peiping. Questa nuova unità monetaria veniva mantenuta alla pari collo yen giapponese, ma a certi momenti è risultato difficile impedire che essa si deprezzasse. Sono state emanate norme per assicurare il concentramento, nella filiale di Tientsin della nuova Banca federale di riserva, delle tratte provenienti dal commercio d'esportazione dei distretti settentrionali.

Il dollaro di Hongkong è stato mantenuto al suo pieno valore di cambio con la sterlina, ma nuove difficoltà sono sorte in relazione al dollaro cinese introdotto alle fine del 1935, quando la Cina abbandonò il regime dell'argento e prese provvedimenti per sostenere la sua moneta col portarsi compratrice di dollari cinesi contro sterline, al cambio di circa 1 scellino  $2\frac{1}{2}$  denari. Nel febbraio 1938 il dollaro cinese cominciò a deprezzarsi e scese fino a  $7\frac{1}{8}$  denari al principio di agosto, riprendendo più tardi a circa  $8\frac{1}{2}$  denari. A partire dal-

l'autunno il cambio si è mantenuto sufficientemente stabile a quest'ultima quota, ed alla fine dell'anno era cessata la fuga dalla moneta; anzi apparvero segni di rimpatrio di capitali. Nel dicembre 1938 una società commerciale cinese, stabilita a Nuova York, ottenne dalla United States Export-Import Bank, dietro garanzia prestata dalla Banca della Cina, crediti a cinque anni per l'importo di 25 milioni di dollari, da utilizzarsi per finanziare l'esportazione in Cina di prodotti agricoli e industriali americani e l'importazione negli Stati Uniti di olio di legno cinese. Inoltre, il Segretario del Tesoro degli Stati Uniti annunciò il 20 dicembre 1938 la proroga, oltre il 31 dicembre 1938, dell'accordo dell'8 luglio 1938 in base al quale la Banca Centrale della Cina è venuta a trovarsi in grado di ottenere, sotto determinate condizioni che proteggono gli interessi dei due paesi, divisa degli Stati Uniti a scopo di stabilizzare il dollaro cinese. Infine, nel marzo 1939 è stato istituito un fondo cambi per la Cina dotato di £10 milioni, fornito per metà dalle due banche statali cinesi (la Banca della Cina e la Banca delle Comunicazioni) e per metà dalla Hongkong and Shanghai Banking Corporation e dalla Chartered Bank of India, Australia and China. La partecipazione delle banche britanniche e l'interesse ad esse dovuto in ragione di  $2\frac{3}{4}\%$  all'anno furono garantiti dal Governo britannico. La direzione del fondo spetterà a un comitato di cinque membri: le banche cinesi congiuntamente nomineranno due membri, la Banca di Hongkong e la Chartered Bank nomineranno ciascuna un membro ed il quinto sarà un esperto britannico, nominato dal Governo cinese d'accordo con la Tesoreria britannica e con l'approvazione delle banche britanniche. Sarà compito del comitato di determinare la migliore politica da svolgere giorno per giorno allo scopo di impedire le fluttuazioni eccessive del valore del dollaro cinese e di impartire istruzioni alle banche interessate circa le operazioni del fondo.

Con decreto del 5 dicembre 1938, il Governo della Nuova Zelanda sospese l'obbligo della Banca di riserva di cambiare in sterline la moneta della Nuova Zelanda ai corsi quotati ed impose un sistema di controllo sopra il commercio estero e sulle disponibilità all'estero delle banche commerciali. La necessità di questi provvedimenti dipese dalla diminuzione dell'eccedenza d'esportazioni e dal rapido esaurirsi delle disponibilità all'estero, come si vede dalla tabella seguente.

Le esportazioni diminuirono nel 1938, ma soltanto in confronto all'anno eccezionalmente favorevole che fu il 1937; rimasero invece ad un livello più alto che non in qualsiasi anno anteriore. Al contrario, le importazioni nel 1938 si mantennero quasi allo stesso livello del 1937, di modo che il saldo attivo scese da £ N. Z. 10,5 milioni a £ N. Z. 3 milioni (mentre occorrono da 10 a 12 milioni di sterline neo-zelandesi per il servizio dei debiti all'estero). Come

Nuova Zelanda — Bilancia commerciale e disponibilità a Londra  
(in milioni di sterline neo-zelandesi)

Commercio estero			Saldi netti delle disponibilità all'estero delle banche in fine d'anno			
Anno	Esportazioni	Importazioni	Saldo	Banca di riserva	Banche commerciali	Totale
1934	47,3	31,3	+ 16,0	22,1	18,4	40,5
1935	46,5	36,3	+ 10,2	21,4	14,7	36,1
1936	56,8	44,3	+ 12,5	16,5	11,5	28,1
1937	66,7	56,2	+ 10,5	17,0	6,7	23,7
1938	58,4	55,4	+ 3,0	4,7	2,1	6,8

sempre, l'aumento delle importazioni si verificò in ritardo di sei a dodici mesi rispetto al precedente aumento delle esportazioni. Contribuì però anche a gonfiare il potere d'acquisto del pubblico la politica governativa di lavori pubblici ed altre misure espansionistiche, che indubbiamente concorsero ad aumentare il disavanzo nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A ciò si aggiunse anche una certa fuga di capitali che perdurò fino all'introduzione delle restrizioni sui cambi, nel dicembre 1938. È troppo presto ancora per giudicare se la politica del Governo raggiungerà lo scopo di abbassare il livello del reddito nazionale quanto occorre per equilibrare la bilancia dei pagamenti, oppure se, per raggiungere questo risultato occorrerà restringere le importazioni mediante divieti ed un severo controllo del commercio estero.

Si è constatato nella maggior parte dei paesi produttori di materie grezze il fatto che il valore delle loro esportazioni è sceso rapidamente nel 1938 per effetto della diminuzione dei prezzi e della domanda, mentre il valore delle loro importazioni ha mostrato tendenza a restare relativamente alto. Alcuni esempi tipici sono esposti nella seguente tabella:

Commercio estero di talune regioni nel 1937 e 1938  
(in milioni di dollari)

Paesi	Importazioni			Esportazioni		
	1937	1938	Variazioni %	1937	1938	Variazioni %
Europa*) . . . . .	15.037	13.480	- 10	11.484	10.335	- 10
Stati Uniti d'America . . . . .	3.084	1.960	- 36	3.349	3.094	- 8
Argentina . . . . .	482	443	- 8	758	438	- 42
Cile . . . . .	88	103	+ 17	192	139	- 28
India . . . . .	614	550	- 10	740	593	- 20
Indie olandesi . . . . .	276	267	- 3	527	383	- 27
Malesia britannica . . . . .	398	319	- 20	521	332	- 36
Australia . . . . .	502	516	+ 3	589	518	- 12

\*) Escluse l'U. R. S. S. e la Spagna.

Mentre gli Stati Uniti, nonostante la diminuzione delle loro importazioni, riuscirono a mantenere le esportazioni quasi allo stesso livello del 1937, l'Europa, considerata nel suo insieme, ha accusato tanto nelle esportazioni quanto nelle importazioni una contrazione all'incirca nella stessa misura. In tutti gli altri paesi indicati nella tabella si verificò una forte diminuzione delle esportazioni, in netto contrasto col mantenimento delle importazioni ad un livello, in taluni casi, quasi uguale a quello del 1937, col risultato che i paesi stessi, di fronte alla tensione della bilancia dei pagamenti, dovettero ricorrere alle loro riserve monetarie. Nel caso dell'Australia, la posizione fu parzialmente alleggerita mercè un prestito di £5 milioni contratto sul mercato di Londra, ma nondimeno i capitali accumulati a Londra diminuirono nel corso dell'anno; l'Argentina contrasse un prestito a lungo termine a Nuova York e collocò buoni biennali su mercati europei, ma non ebbe da ricorrere in misura importante a capitali e mercati esteri.

In Argentina, dopo la grande prosperità raggiunta nel 1936 e nella prima metà del 1937, si è avuto un periodo di difficoltà, durante il quale i prezzi discesero ed i raccolti furono scarsi. L'analisi degli avvenimenti in questo paese presenta un particolare interesse per il fatto che nel periodo in cui l'esportazione fu grande e la bilancia dei pagamenti presentò un saldo attivo, l'afflusso di fondi fu compensato dal rimborso d'oltre 400 milioni di pesos di titoli emessi sul mercato interno, ma detenuti all'estero, e dalla politica restrittiva del Banco Central. Per ridurre la pleora di denaro sul mercato interno, questo istituto cedette alle banche dei certificati e dei buoni del Tesoro, emessi appositamente a tale scopo, ed anche in altro modo assorbì denaro contante dalle banche, riuscendo così a contenere l'espansione del credito entro dimensioni moderate in confronto alle quantità di divise che erano state messe a loro disposizione. Convieni però rendersi conto dei limiti entro cui può svolgersi l'azione del Banco Central. Gli esportatori i quali hanno ceduto alle banche le loro tratte sull'estero, evidentemente conservano la disponibilità delle somme ricavate e sfuggono all'influenza delle operazioni della banca centrale sul mercato libero. Inoltre, il potere d'acquisto del pubblico è stato aumentato dalle crescenti spese fatte per migliorie ed altri scopi da parecchi enti locali e specialmente dalla città di Buenos Aires con finanziamenti in parte ottenuti attraverso il credito bancario. Il Banco Central riferisce che dalla metà del 1937 in poi i prestiti delle banche crebbero continuamente e non in rispondenza ad una più forte domanda di credito normale per l'attività economica del paese, bensì per effetto della legge sul credito agrario e dei finanziamenti degli acquisti fatti dal Comitato Regolatore dei Cereali. "A causa di questa situazione" — prosegue la relazione del Banco Central — "la diminuzione ciclica della quantità di mezzi di pagamento (quella cioè verificatasi

nel 1938) fu meno sensibile di quanto il fabbisogno di divise avrebbe dovuto produrre. Indubbiamente questo fatto contribuì a mantenere l'attività economica interna ad un livello relativamente alto in relazione alla forte contrazione delle esportazioni. Come è naturale, esso anche contribuì a mantenere elevato il volume delle importazioni a tale segno che queste hanno finito per rappresentare uno dei fattori principali di squilibrio nella bilancia dei pagamenti". In considerazione dell'andamento delle importazioni, il Governo nazionale ha reso obbligatoria la preventiva autorizzazione di cambi per importare anche quelle merci che vengono pagate mediante divise acquistate sul mercato libero e che nel 1938 hanno rappresentato un importo totale di 335 milioni di pesos. Inoltre, il cambio ufficiale di vendita per la sterlina fu modificato, nel novembre 1938, da 16 a 17 pesos mentre il cambio della sterlina sul mercato libero, che al principio dell'anno era di 17,00 salì fino a 20,75; e se il deprezzamento non fu superiore, ciò si dovette solo all'intervento della Banca Centrale.

L'andamento dei cambi nell'Uruguay fu influenzato dalla situazione argentina, come pure da difficoltà nella bilancia dei pagamenti. Allo scopo di ridurre le importazioni, il cambio ufficiale di vendita, applicabile nelle operazioni commerciali, fu rialzato, al principio del 1939, da 8,58 a 9,50 pesos per sterlina. Nel Cile, il cambio ufficiale è rimasto invariato a 25 pesos per dollaro americano, ma il cambio di mercato si è deprezzato fino a 32,50 pesos. Per la prima volta dal 1932 in poi le importazioni mensili superarono le esportazioni nel mese di settembre 1938. Nell'occasione dell'elezione presidenziale, nell'ottobre 1938, sembra essersi prodotta anche una leggera fuga di capitali.

Nel Brasile il milreis è rimasto collegato al dollaro americano e, benché il cambio non abbia subito deprezzamenti, il controllo dei cambi fu rafforzato sotto la direzione della Banca del Brasile. Le spedizioni di caffè e di cotone aumentarono rispettivamente di 47 e 10% nel 1938 in confronto all'anno precedente. L'aumento delle esportazioni di caffè fu il risultato della nuova politica annunciata nel novembre 1937, in esecuzione della quale la tassa d'esportazione sul caffè fu abbassata da 45 a 12 milreis per sacco, nella speranza di riconquistare i mercati perduti, mentre allo stesso tempo il prezzo d'esportazione del caffè veniva ridotto di 25%. Grazie all'incremento delle vendite, le esportazioni brasiliane, nel 1938, rappresentarono un poco più di 60% dell'intero commercio mondiale del caffè, e ciò dopo essere discese, anni addietro, a circa 50%. Le importazioni complessive nel Brasile rimasero praticamente al livello del 1937; particolarmente notevoli furono le importazioni di macchinari, in armonia con la politica di maggiore indipendenza industriale inaugurata dal governo. Nel novembre 1937 erano stati sospesi tutti i pagamenti d'interessi e d'ammortamento su debiti esteri, pagamenti che, in base agli accordi del 1934, avrebbero rappresentato

una somma di circa 8,7 milioni di sterline all'anno. Nel corso dei negoziati col Governo degli Stati Uniti, che hanno avuto luogo nei primi mesi del 1939, è stata discussa la questione della ripresa del servizio dei debiti esteri in relazione alla concessione di un nuovo prestito. Un importante cambiamento di sistema si è avuto coll'abolizione del monopolio della Banca del Brasile nell'aprile del 1939. Permane l'obbligo, per gli esportatori, di cedere 30% delle loro divise alla Banca (ad un cambio corrispondente, alla fine d'aprile, a 77,24 milreis per sterlina); ma è loro accordata la facoltà di vendere il 70% delle stesse sul mercato libero, sul quale la sterlina aveva raggiunto, alla fine d'aprile, la quota 88; il cambio medio si calcola a 83½ milreis, contro un cambio ufficiale di 81, prima della riforma. D'altra parte, gli importatori debbono ora procurarsi le divise sul mercato libero, pagandole circa 88 milreis per sterlina, cui si aggiunge la tassa di 5%, contro circa 83 milreis più 3% di tassa, prima della riforma. Sono stati fissati dei cambi speciali per il turismo, per il trasferimento di dividendi, ecc.

La Colombia ed il Venezuela hanno preservata nel 1938, la loro posizione di cambio da ogni peggioramento, essendo stati entrambi favoriti in special modo dalle esportazioni di petrolio. Nel Venezuela il valore aureo della moneta non si è discostato più di 4% dalla parità vigente nel 1929; la Colombia si è trovata in grado di restituire una certa libertà al suo mercato dei cambi, data la tendenza della propria moneta al miglioramento. Nel Perù il mercato dei cambi ha continuato ad essere completamente privo di restrizioni, ma nel corso dell'anno la moneta si è deprezzata di circa 17% per effetto della diminuzione dell'eccedenza di esportazioni.

Un deprezzamento della moneta di 40% si è avuto in Bolivia, durante i primi cinque mesi del 1938; dal giugno 1938 il cambio si è mantenuto a 140 boliviani per sterlina, quota alla quale la moneta rappresenta appena 5,3% del suo valore nel 1929. Nella prima metà del 1938, il peso messicano si deprezzò di 28%, ma dal luglio 1938 in poi si è mantenuto a circa 20 centesimi di dollaro.

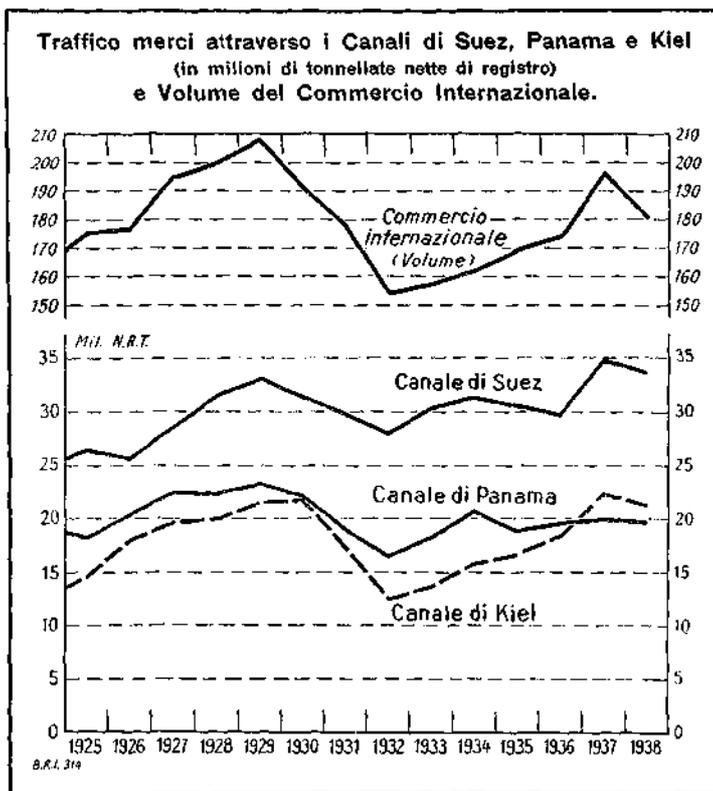
Le sole altre monete che nel 1938 subirono deprezzamenti di altrettanta importanza furono la peseta spagnola ed il dollaro cinese (di Sciangai); in entrambi i casi ciò fu l'effetto delle ostilità scoppiate all'interno. Il Governo nazionale in Spagna mantenne un severo controllo sui cambi; nel conto di compensazione col Regno Unito il cambio applicato fu di pesetas 42,45 per sterlina. Come sopra accennato, nel marzo 1938, fu istituito un fondo cambi in Cina; sicchè perfino nei due paesi, dove si è svolta una vera guerra, sono stati presi provvedimenti per impedire che si producessero movimenti esagerati nei cambi. Nonostante l'inquietudine e le altre difficoltà con le quali i mercati dei cambi si sono trovati alle prese nel 1938, c'è stato un miglioramento del volume del commercio mondiale nella seconda metà del 1938.

2. COMMERCIO INTERNAZIONALE.

Nel 1937, dopo cinque anni di graduale ripresa consecutiva alla grande depressione del 1932, il volume del commercio internazionale si avvicinò al livello del 1929. Nel 1938, invece, questa favorevole tendenza subì un rovescio e, nel primo semestre, il commercio internazionale diminuì di 10% in più dell'ordinario regresso stagionale. Questa caduta si ricollega, anche per la sua estensione, al ristagno della produzione industriale mondiale iniziatosi nell'autunno del 1937. A differenza di quanto era accaduto nel 1930, cioè nel primo anno di grande sviluppo dell'ultima crisi, già nel secondo semestre del 1938 s'ebbe una netta ripresa tanto nella produzione industriale quanto nel commercio mondiale. Si può inferirne che v'è adesso una capacità di resistenza ai fattori di depressione quale non esisteva negli anni che seguirono immediatamente lo scoppio della crisi del 1929.

Il miglioramento nella seconda metà del 1938 sembrerebbe riuscire appena a mantenersi nei primi mesi del 1939. Le cifre dell'importazione in una serie di paesi rivelano nel 1939 un regresso rispetto ai mesi corrispondenti dell'anno precedente, ma la differenza si spiega in parte coi prezzi più bassi mentre l'atteggiamento generale sembra essere di attesa.

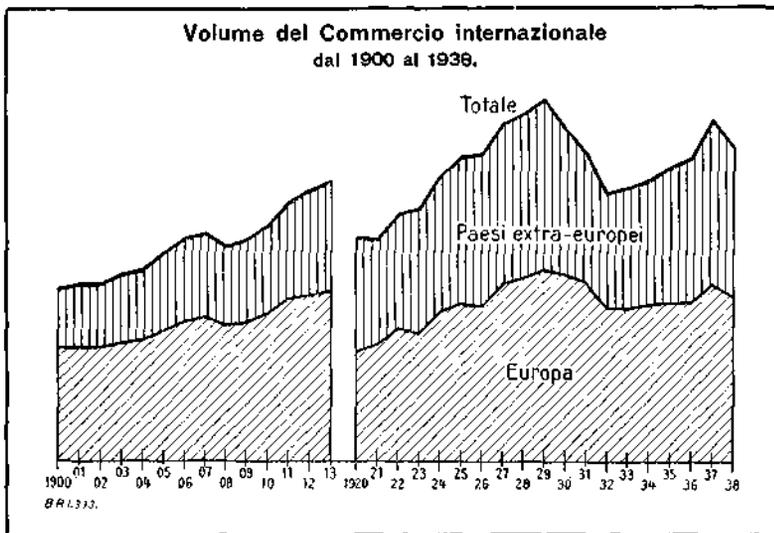
L'indice del volume del commercio mondiale è calcolato mediante correzione dei valori ricavati dalle statistiche del commercio estero dei vari paesi per



tener conto delle fluttuazioni dei prezzi delle merci; naturalmente il risultato comporta un certo margine di inesattezza. Pertanto, è interessante rilevare che le tendenze principali rivelate dalle statistiche commerciali si ritrovano anche nel movimento delle merci attraverso i canali di Suez, Panama e Kiel, il che contribuisce a confermare l'esattezza di questa valutazione del volume del commercio internazionale.

Il grafico illustra le diverse fasi della tendenza dominante l'economia dal 1925 in poi: miglioramento fino al 1929, brusco regresso fino al 1932, graduale ripresa negli anni successivi fino al nuovo culmine raggiunto nel 1937, infine una certa ricaduta nel 1938. Mentre nel 1937, tanto nel canale di Suez quanto in quello di Kiel, il traffico superò le cifre del 1929, l'opposto accadde per il canale di Panama. Il grafico riflette quindi l'incapacità in cui si trovarono gli Stati Uniti di raggiungere il livello di produzione industriale del 1929.

Diverse sono le merci che transitano attraverso i tre canali; diverse sono le regioni fra le quali tale traffico si svolge; eppure l'incremento o la diminuzione di traffico accusata dalle statistiche dei tre canali riflette in modo impressionante la tendenza generale dell'economia mondiale. Il volume delle merci che transitarono nel Canale di Suez nel 1938 fu di 5,7% inferiore a quello del 1937, eppure di 70% maggiore di quello del 1912, che fu l'anno migliore d'anteguerra. Nel 1938, malgrado la diminuzione dell'anno precedente, il volume del commercio internazionale nel suo insieme superò di 15%



il livello prebellico; ma l'aumento fu dovuto all'accrescimento del commercio in paesi extra-europei, dato che il commercio estero dei paesi europei fu, nel 1938, appena uguale a quello del 1913.

La partecipazione dell'Europa al

commercio mondiale è scesa da 66% nel 1900 a 61% nel 1913 e fu di circa 52% nel 1938. Giudicata nelle grandi linee, questa caduta va considerata come la conseguenza inevitabile di cambiamenti strutturali, cioè l'aumento della popolazione e della produzione nei paesi d'oltremare. Quanto più si sviluppa l'industria nelle regioni relativamente poco sfruttate, tanto meno ivi si riscontra il bisogno di scambiare particolari generi di merci coi vecchi paesi industriali d'Europa. La crescente preponderanza della produzione nazionale viene accusata dalla diminuzione del rapporto percentuale fra il commercio internazionale e la produzione industriale mondiale.

Indici riferiti al 1913.

Anno	Produzione industriale mondiale	Volume del commercio internazionale	Rapporto percentuale del commercio internazionale alla produzione industriale mondiale
1913	100	100	100
1929	139	130	94
1937	152	123	81
1938	144	113	78

Il progresso tecnico, quale si manifesta per esempio nel perfezionamento delle macchine automatiche che possono essere adoperate quasi dappertutto, ha reso possibile l'impianto di industrie in paesi nuovi i quali ora si trovano in grado di produrre, in parecchi settori dell'economia, a costi lievemente superiori a quelli dei vecchi paesi. Inoltre, i primi manifestano vivo desiderio di maggior varietà nella vita economica e questa tendenza è intensificata dagli scarsi profitti che si ritraggono dalla produzione agricola o da altri generi di produzione primaria, mentre i prezzi delle materie prime rimangono bassi. Va notato inoltre che, per varie ragioni, la ripresa dopo il 1932 cominciò a manifestarsi dapprima nell'economia interna di parecchi paesi, di modo che il commercio interno si sviluppò in misura relativamente maggiore che non il commercio internazionale. Cionondimeno il volume di quest'ultimo si è accresciuto considerevolmente rispetto a quello del 1913.

Naturalmente vi sono parecchi cambiamenti strutturali in corso ininterrotto d'evoluzione, ma non tutti hanno per effetto di restringere il commercio internazionale. Un aumento di produzione nei vecchi paesi industriali richiede una maggiore importazione di materie prime; il miglioramento del tenore di vita, sia nei vecchi paesi sia nei nuovi, crea generalmente la domanda di molti prodotti esteri in rispondenza, ad esempio, al maggior desiderio di varietà. Si verifica, inoltre, un'autentica espansione del volume del commercio mondiale allorché le vaste popolazioni dei paesi a basso tenore di vita vengono a trovarsi in grado di acquistare a buon mercato dei prodotti che in passato erano loro sconosciuti (orologi, biciclette, ecc.). Sotto questo punto di vista l'incremento dell'esportazione dal Giappone non si è interamente prodotto a spese del commercio di altri paesi, ma in parte si è tradotto in un aumento del volume totale del commercio mondiale.

Il progresso tecnico in genere ha per conseguenza che gli articoli di alta specializzazione (macchinari, utensili, strumenti ecc.) vengono maggiormente richiesti, e questi articoli, di solito, sono prodotti in un numero ristretto di paesi. Ne segue che anche se si verifica un ristagno nel commercio internazionale di articoli più comuni (tessuti, calzature, mobili, ecc.) rimane tuttavia aperto all'espors-

tazione un vasto campo. Lo sviluppo dei paesi d'oltremare apre possibilità d'esportazione di mezzi di produzione, e queste possibilità aumenterebbero ancora se riprendesse la consuetudine di accordare prestiti all'estero. Quel tanto di investimenti all'estero che si è continuato a fare negli ultimi anni, ha generalmente assunto la forma di impieghi diretti in filiali commerciali ed industriali intesi a favorire l'esportazione di macchinari ed altri articoli dall'azienda madre.

Si trovano tracce di queste tendenze nelle statistiche commerciali della maggior parte di paesi. In quel periodo di grande attività economica che fu il primo semestre del 1937, gli Stati Uniti non riuscirono a riprendere il terreno perduto nell'esportazione di beni di consumo quali i tessuti e gli articoli di gomma e di cuoio, eppure mai in passato le esportazioni degli Stati Uniti hanno compreso una sì grande proporzione di prodotti industriali, semi-lavorati e finiti. Con un valore totale di \$1093 milioni per il primo semestre del 1937 (contro \$766 milioni per il periodo corrispondente dell'anno precedente) queste esportazioni industriali hanno costituito 73 % dell'esportazione totale, mentre nel periodo dal 1926 al 1930 la percentuale si aggirò intorno a 60 e dal 1910 al 1914 era stata a circa 46. Per la Germania, l'Istituto per l'investigazione della congiuntura ha calcolato che la parte delle esportazioni tedesche costituita da mezzi di produzione, è salita tra il 1929 ed il 1937 da 32 $\frac{1}{2}$  % a 42 $\frac{1}{2}$  %, mentre, durante lo stesso periodo, la parte spettante ai prodotti finiti destinati al consumo scese da 32 $\frac{1}{2}$  % a 22 $\frac{1}{2}$  %. Le esportazioni britanniche sono diminuite da £521 milioni nel 1937 a £471 milioni nel 1938, ma durante lo stesso intervallo le esportazioni di materiali elettrici e di macchine sono salite da £62 milioni a £71 milioni, continuando l'ininterrotta ascesa cominciata alcuni anni fa. Naturalmente si riscontra una modificazione corrispondente nella composizione delle importazioni negli altri paesi in cui spicca la crescente importanza dei macchinari, ad esempio, in Argentina, Nuova Zelanda, Finlandia, Polonia, Romania e U.R.S.S.

Il regresso della produzione e del commercio internazionale, che cominciò nella seconda metà del 1937, ha avuto per effetto di accrescere la concorrenza sui mercati esteri. I paesi d'oltremare disposero d'un minore potere d'acquisto; le restrizioni ai cambi ed alle importazioni furono intensificate, ed i paesi altamente industrializzati, trovandosi meno in grado di utilizzare appieno la loro capacità di produzione, consacrarono maggiori sforzi alle vendite sui mercati esteri. I governi hanno prestato maggior attenzione alle necessità del commercio estero, e sotto questo punto di vista si assiste ad un netto cambiamento rispetto agli anni 1931—33 durante i quali si dedicò maggiore cura allo stimolo della ripresa interna mediante lavori pubblici, protezionismo, ecc. Si è cominciato a comprendere che a voler concentrare gli sforzi sulla produzione destinata al consumo interno, trascurando le esportazioni, si diminuisce la capacità di pagamento per le importazioni indispensabili, si restringe il posto che il paese occupa

nell'economia mondiale e, in qualche caso, si aggrava la difficoltà di risolvere il problema della disoccupazione. In ultima analisi si riconosce che il miglioramento del tenore di vita presuppone, come è sempre stato nell'ultimo centennio, lo sviluppo del commercio estero, e che il nocciolo del problema sta principalmente nel ricercare i metodi adatti per progredire nello scambio dei beni.

In molti paesi gli sforzi sono stati diretti a favorire le esportazioni col l'accordare la garanzia statale ai crediti (per esempio nel Regno Unito, nella Svizzera e negli Stati Uniti). Inoltre, talune banche centrali, come, per esempio, la Reichsbank, hanno organizzato l'acquisto di tratte commerciali sull'estero a saggi di sconto favorevoli. In taluni paesi dove non esiste un mercato di cambi a termine, ovvero esiste praticamente soltanto per determinate valute, le banche centrali hanno spesso concluso accordi in base ai quali gli esportatori possono coprirsi contro taluni rischi di cambio. Nell'insieme può dirsi che questi vari provvedimenti tendono a restaurare, in parte, le facilitazioni di credito e di cambio che venivano ordinariamente fornite dal meccanismo bancario prima del dissesto cagionato dalla crisi monetaria nel 1931.

Altre misure per promuovere le esportazioni sono state quelle consistenti in accordi commerciali fra determinati governi. Per i paesi produttori di materie prime crebbe nel 1938 la necessità di vendere, allorché le loro esportazioni in alcuni importanti paesi industriali colpiti dal ristagno declinarono bruscamente. Questi paesi continuarono a trovare nella Germania, i cui bisogni di materie prime si erano accresciuti, un cliente al quale poterono vendere contro pagamento nella misura in cui essi potevano prendere in cambio merci tedesche. L'esecuzione degli accordi bilaterali spesso necessitò difficili negoziati sulla questione del cambio da applicare e del ricupero degli arretrati; nondimeno, per effetto di tali accordi, sono aumentati gli acquisti della Germania nei paesi coi quali erano stati stipulati. Ne è risultato un crescente spostamento del commercio estero tedesco dai grandi paesi industriali verso taluni gruppi di paesi produttori di materie prime. L'importanza di questo spostamento non va però esagerata. L'importanza dell'Europa sud-orientale nel commercio tedesco d'importazione è più che raddoppiata dal 1929 al 1938; ma nel 1938 ha rappresentato soltanto 10% del totale di quest'ultimo. La parte dell'America latina è passata da 11½% nel 1929 a 15% nel 1938. D'altra parte, i paesi industriali del centro, del mezzogiorno e dell'occidente del continente europeo, la Gran Bretagna, i paesi dell'Impero britannico e gli Stati Uniti hanno concorso complessivamente a fornire ancora 40% delle importazioni tedesche nel 1938.

Generalmente la politica degli accordi bilaterali presuppone l'esistenza d'un controllo dei cambi nei paesi che la praticano, ma vi sono anche esempi di accordi puramente bilaterali conclusi con paesi ove il mercato dei cambi è

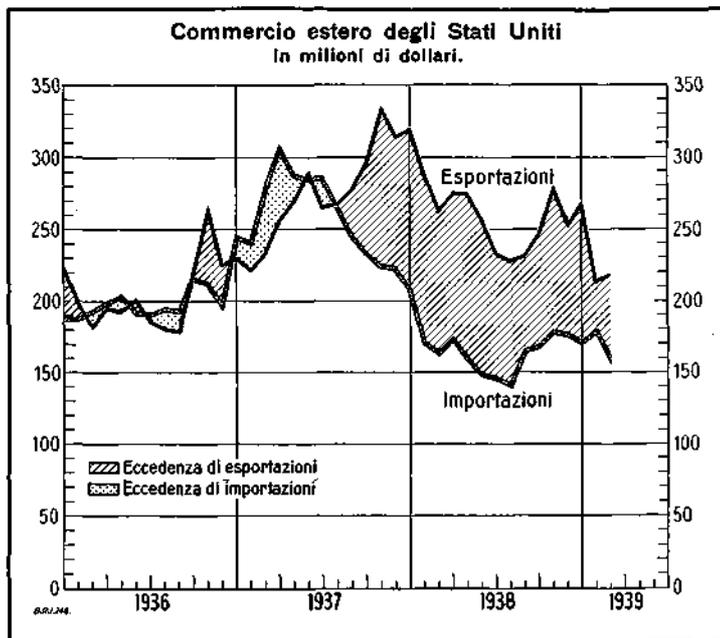
libero, come, per esempio, gli accordi per il carbone fra il Regno Unito e taluni paesi baltici e scandinavi. Questi accordi, che si riferiscono soltanto a determinate merci, sono generalmente congegnati in modo da disturbare il minimo possibile le usanze del commercio ordinario. Il pericolo insito nei tentativi di bilanciare gli scambi tra due paesi è, naturalmente, quello che l'equilibrio si raggiunga, sì, ma ad un livello più basso.

Anche la politica contrattuale seguita negli ultimi anni dagli Stati Uniti si è concretata nella forma di accordi bilaterali, ma coll'obbiettivo di accordare concessioni in materia di tariffe doganali e di estendere i vantaggi a terzi paesi mediante il giuoco della clausola della nazione più favorita. Gli Stati Uniti ritirano le concessioni fatte a terzi paesi che essi ritengono operare discriminazioni a danno del commercio americano, ma analogo ritiro non essendo previsto dagli accordi, le controparti a questi ultimi non hanno l'obbligo di operarlo a loro volta. Gli accordi tengono conto dell'esistenza di restrizioni all'importazione ed ai cambi e stabiliscono il principio che nel funzionamento di tali restrizioni ciascun governo firmatario provveda a che i cittadini ed il commercio del paese contropartè ricevano un contingente equo nella ripartizione dei cambi e nella concessione dei permessi d'importazione. Viene anche prevista la ripresa di negoziati mentre l'accordo è in vigore, nell'eventualità che si verificino variazioni notevoli nel valore della moneta delle parti contraenti, ovvero cambiamenti delle condizioni in cui si svolge il commercio tra i due paesi. Fino al principio del 1939 gli Stati Uniti avevano concluso accordi commerciali con venti paesi, tra i quali ha destato particolare interesse l'accordo anglo-americano firmato nel novembre 1938.

Non è facile rilevare statisticamente l'effetto degli accordi commerciali conclusi dagli Stati Uniti, dato che si deve tener conto di parecchi fattori, come, per esempio, l'espansione generale del commercio mondiale rispetto al punto più basso della depressione, le fluttuazioni dei raccolti, ecc. Il servizio informazioni della Società delle Nazioni, tuttavia, ha calcolato che il contributo alle importazioni negli Stati Uniti recato dai paesi produttori di materie prime che hanno concluso accordi commerciali con gli Stati Uniti, è salito da 28% nel 1929 alla media di oltre 32% nel biennio 1936-37 ed a 35½% nei primi dieci mesi del 1938. Altri confronti che sono stati istituiti non sembrano consentire conclusioni sicure, ma si può accennare che le esportazioni degli Stati Uniti verso il gruppo di paesi aderenti ad accordi industriali salirono da 11½% nel 1929 a 12½% nel 1937 ed a 13½% nei primi dieci mesi del 1938 (il Regno Unito non è compreso in questo gruppo, in quanto che il relativo accordo commerciale è entrato in vigore appena il 1° gennaio 1939).

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, si è presentato negli ultimi anni un tipico esempio della correlazione che esiste fra l'andamento dell'economia interna ed

il commercio estero. Nel periodo di espansione economica che si è avuto nella prima metà del 1937, gli Stati Uniti ebbero un'eccedenza di importazioni; nell'autunno di quell'anno, verificandosi un regresso dell'attività economica, diminuirono i bisogni di materie prime industriali (ed anche quelli di derrate alimentari estere, dato l'abbondante raccolto americano); si sviluppò un'eccedenza d'esportazioni la quale si mantenne fino alla fine del 1938 nell'ordine di grandezza di quasi \$100 milioni al mese. Un'eccedenza d'esportazioni di



quest'ordine di grandezza non si era più vista negli Stati Uniti dal 1921 in poi. Non può esservi dubbio che, nel 1938, il mantenimento della domanda da parte dell'estero di beni americani ha rappresentato un fattore di consolidamento della situazione economica negli Stati Uniti.

L'aumento dell'eccedenza d'esportazioni degli Stati Uniti e la

diminuzione, di oltre 40% in valore aureo, dell'eccedenza d'importazioni di due altri paesi creditori — la Francia e la Svizzera — ridussero fortemente dal 1937 al 1938 le eccedenze di importazioni degli otto principali paesi creditori.

Bilancia commerciale dei principali paesi creditori.

Paesi	1936	1937	1938
	in milioni di dollari		
Belgio . . . . .	— 60	— 77	— 41
Eire . . . . .	— 86	— 104	— 83
Francia . . . . .	— 594	— 744	— 450
Paesi Bassi . . . . .	— 175	— 221	— 207
Regno Unito . . . . .	— 1720	— 2136	— 1897
Stati Uniti . . . . .	+ 33	+ 265	+ 1134
Svezia . . . . .	— 30	— 31	— 58
Svizzera . . . . .	— 108	— 119	— 63
	— 2740	— 3167	— 1665

Espressa in franchi, l'eccedenza di importazioni in Francia fu di 15.400 milioni di franchi francesi nel 1938, contro 18.450 milioni nel 1937; la diminuzione della bilancia sfavorevole indica un aumento della capacità di concorrenza dell'industria francese, dovuto non soltanto alla svalutazione della moneta, ma anche alla stabilità del franco dal mese di maggio in poi, la quale favorì il rimpatrio di capitali industriali, nonché alla maggiore stabilità dei costi di produzione e alla maggiore elasticità d'impiego della mano d'opera che s'ebbe verso la fine dell'anno; degno di nota è l'aumento di 22 %, tra il principio del 1938 e quello del 1939, nel volume delle esportazioni di manufatti.

Le esportazioni svizzere nel 1938 superarono leggermente quelle del 1937, ma diminuirono le importazioni, specialmente quelle provenienti dai paesi coi quali esistono accordi di compensazione. La Banca nazionale svizzera osserva nella relazione annuale che la diminuzione delle importazioni dalla Germania ha reso più difficile il continuare ad effettuare in pieno i pagamenti alle diverse categorie di creditori svizzeri. Benchè la moneta svizzera continui a mantenersi libera, l'importanza delle compensazioni nel suo commercio estero è messa in rilievo dal fatto che circa 40% delle importazioni e circa 60% delle esportazioni si svolgono con paesi legati alla Svizzera da accordi di compensazione.

La diminuzione verificatasi dal 1937 al 1938 nel saldo passivo della bilancia commerciale del Regno Unito è stata di £43,5 milioni (non compresi gli acquisti e le vendite di argento); tale riduzione dipende principalmente dalla diversa ampiezza dei movimenti dei prezzi, in quanto che il valore medio delle importazioni trattenute nel Regno Unito è diminuito di 6%, mentre il valore medio delle esportazioni è aumentato di 2%. In volume, le importazioni trattenute nel Regno Unito furono di 4½% inferiori a quelle del 1937 e le esportazioni decrebbero di 11%. La riduzione del disavanzo nella bilancia commerciale dell'Eire va messa in particolare relazione con la conclusione, nell'aprile 1938, di un accordo col Regno Unito il quale pose termine alla controversia finanziaria ed economica che durava dal 1932.

La diminuzione del saldo passivo globale degli otto principali paesi creditori da \$3167 milioni nel 1937 a \$1665 milioni nel 1938 esercitò naturalmente una forte pressione sui paesi debitori, i quali, però, ricorrendo alle riserve accumulate all'estero, mantennero le importazioni, nel 1938, ad un alto livello. E' troppo presto per giudicare se la ripresa nei paesi industriali sia sufficientemente sicura perchè ne risultino sostanzialmente aumentate le loro importazioni di materie prime e se si ristabilisca quindi, almeno fino ad un certo punto, il potere d'acquisto dei paesi che le producono.

L'alterazione, verificatasi tra il 1937 ed il 1938, nella posizione rispettiva dei prezzi delle materie prime e delle derrate alimentari, da un lato, e, dall'altro, dei prezzi dei prodotti finiti, ha nettamente influito anche sul commercio estero della

Germania, perchè i prodotti finiti non alimentari entrano per ben 80% nelle esportazioni di questo paese, contro appena 7% delle sue importazioni. Il valore globale delle esportazioni tedesche di prodotti finiti diminuì di 9,2% dal 1937 al 1938, ed i loro prezzi aumentarono in media di 2,2%, cosicchè la diminuzione in volume fu di 11,1%. Il valore delle importazioni aumentò di 1,4%, ma i loro prezzi caddero di 8,4%, di modo che l'aumento del volume fu di 10,6%. Queste cifre si riferiscono al territorio primitivo della Germania; il risultato netto per l'intero anno fu la comparsa di un'eccedenza di importazioni di 192 milioni di marchi, in luogo dell'eccedenza di esportazioni di 413 milioni di marchi nel 1937 (dedotto il commercio con l'Austria in ciascuno dei due anni). L'ampiezza totale dello spostamento della bilancia commerciale è stata di 605 milioni di marchi. Il Segretario di Stato per il piano quadriennale annunciò, al principio del 1939, di avere deciso di avvalersi di tutte le riserve disponibili di divise estere, in base alla considerazione che l'espansione della produzione tedesca di materie prime e di loro surrogati, prevista dal piano quadriennale, avrebbe permesso di accantonare nuove scorte di merci, le quali un giorno potrebbero prendere il posto delle riserve di divise o anche contribuire a formarne delle nuove. A prendere questa decisione concorse anche il pensiero che soltanto l'impiego delle divise estere consentirebbe di affrettare i preparativi per la difesa nazionale. La ricerca delle divise estere disponibili, con particolare riguardo alle divise lasciate all'estero dagli esportatori, ai crediti verso l'estero, ai titoli esteri posseduti in Germania e alle scorte di oro monetato ed in barre in mano a privati, fruttò più di 1 miliardo di marchi, cifra che rappresenta all'incirca 20% delle importazioni totali della Germania nel 1937. I prelevamenti speciali di divise provenienti da queste riserve furono impiegati in primo luogo per accrescere gli ammassi alimentari mediante importazioni supplementari di cereali e di materie prime per la fabbricazione della margarina, nonchè per completare, in quanto possibile, le scorte di materie prime per le industrie lavoranti per il riarmo; fu però anche possibile assicurare il rifornimento delle materie prime occorrenti per l'esportazione.

Le esportazioni italiane rimasero, nel 1938, allo stesso livello dell'anno precedente, mentre le importazioni furono comprese per non meno di 20%, cosicchè l'eccedenza di importazioni si ridusse da 5,7 a 2,9 miliardi di lire. Questo miglioramento ha consentito di ridurre gli arretrati nei conti di compensazione con gli altri paesi da lire 330 milioni alla fine del 1937 a lire 260 milioni alla fine del 1938; come si vedrà al capitolo IV, il disavanzo dei conti di compensazione era scomparso alla fine di marzo 1939. Il minore disavanzo della bilancia commerciale si deve in parte ai raccolti eccezionali del 1937 e 1938, in parte al rigoroso controllo delle importazioni. Il fatto che, in un'annata in cui il commercio internazionale del mondo intero è diminuito, le esportazioni italiane

siano rimaste allo stesso livello, è indice degli sforzi fatti per migliorare la qualità dei prodotti esportati e per rendere più efficiente l'organizzazione nazionale delle esportazioni. Mentre la trasformazione della struttura economica del paese mira a sviluppare al massimo la produzione nazionale, rientra anche nella politica dello Stato il promuovere lo sviluppo del commercio estero.

L'andamento del commercio d'esportazione dei paesi dell'Europa sud-orientale presenta tendenze assai varie. Le esportazioni della Romania caddero di circa 32% dal 1937 al 1938, quelle della Jugoslavia di 19%, mentre le esportazioni della Grecia aumentarono di 6% e quelle della Bulgaria di 11%. Le esportazioni polacche sono rimaste praticamente allo stesso livello del 1937, ma le importazioni sono aumentate di 3,7% a causa, principalmente, dei maggiori acquisti di macchinari ed attrezzature industriali, nonché di automobili. Il commercio polacco coi paesi fuori d'Europa, per la prima volta da molti anni, subì una contrazione. Invece è aumentato lo scambio di merci con la Germania, la quale, dopo l'annessione dell'Austria, non soltanto ha occupato il primo posto tra i paesi importatori in Polonia, ma ha assorbito anche la maggior parte delle esportazioni polacche.

Nei paesi dell'Europa settentrionale, le esportazioni sono diminuite in Danimarca in proporzione minore che non in Norvegia, in Svezia e in Finlandia. Ciò è degno di nota, in quanto le esportazioni danesi comprendono per circa 70% prodotti agricoli; la spiegazione sta nel fatto che questi ultimi comprendono principalmente le uova, il burro e la carne, i cui prezzi si sono mantenuti stabili, a differenza dei prezzi dei cereali che la Danimarca produce soltanto per il consumo interno. In Finlandia le esportazioni diminuirono più delle importazioni, col risultato che per la prima volta da otto anni la bilancia commerciale ha accusato un disavanzo, ma la bilancia dei pagamenti si mantiene tuttora attiva. Parimente in Svezia è aumentata l'eccedenza delle importazioni, ma la bilancia dei pagamenti è rimasta attiva. Invece in Norvegia l'eccedenza delle importazioni è diminuita, ma si è anche ricavato un minore reddito dai noli marittimi.

Grazie ad un severo controllo del commercio estero, le importazioni giapponesi furono comprese di circa 30%, mentre le esportazioni diminuirono soltanto di 14,7%. Invece nel Manciukuo tanto le esportazioni quanto le importazioni sono aumentate relativamente di 43,9 e 14,7%. L'interpretazione delle cifre del commercio estero della Cina è resa difficile, date le ostilità ed i cambiamenti di valore della moneta; ma la ben nota capacità di resistenza della Cina alle calamità di tutti i generi sembra comprovata dal fatto che il volume del commercio si è mantenuto più grande di quanto avrebbe potuto attendersi: infatti, la diminuzione constatata nel valore del commercio estero, espresso in dollari cinesi, è stata di circa 9%.

Variazioni del commercio estero dei vari paesi dal 1937 al 1938.\*

Importazioni				Esportazioni			
in milioni d'unità monetarie nazionali dei rispettivi paesi							
Paesi	1937	1938	Vari- zioni %	Paesi	1937	1938	Vari- zioni %
Manciukuo	848	1.220	+ 43,9	Marocco	1.144	1.502	+ 31,3
Siria	5.360	7.081	+ 32,1	Algeria	4.334	5.650	+ 30,4
Turchia	114	150	+ 31,6	Francia	23.939	30.586	+ 27,8
Indocina	1.562	1.917	+ 22,7	Tunisia	1.141	1.353	+ 18,6
Filippine	216	262	+ 21,3	Manciukuo	532	610	+ 14,7
Marocco	1.766	2.127	+ 20,4	Siria	2.571	2.928	+ 13,9
Iran	1.259	1.509	+ 19,9	Lituania	208	233	+ 12,0
Tunisia	1.324	1.560	+ 17,8	Bulgaria	5.019	5.578 <sup>1)</sup>	+ 11,1
Cile	429	502	+ 17,0	Indocina	2.594	2.847	+ 9,9
Algeria	4.053	4.667	+ 14,3	Elre	22	24	+ 7,4
Perù	235	260	+ 10,6	Grecia	9.555	10.149	+ 6,2
Francia	42.391	45.981	+ 8,5	Turchia	138	145	+ 5,1
Australia	126	133	+ 5,6	Svizzera	1.266	1.317	+ 2,4
Lituania	212	223	+ 5,2	Siam	168	170	+ 1,2
Polonia-Danzica	1.254	1.300	+ 3,7	Brasile	5.092	5.099	+ 0,1
U. R. S. S.	1.341	1.367	+ 3,4	Italia	10.434	10.379	- 0,5
Siam	110	113	+ 2,7	Polonia-Danzica	1.195	1.185	- 0,9
Germania	5.455	5.443 <sup>1)</sup>	- 0,2	Estonia	106	104	- 1,9
Bulgaria	4.986	4.934 <sup>2)</sup>	- 1,0	Danimarca	1.569	1.527	- 2,7
Nuova Zelanda	56	55	- 1,5	Norvegia	811	774	- 4,6
Lettonia	231	227	- 1,7	Iran	2.592	2.460	- 4,7
Brasile	5.315	5.177	- 2,6	Portogallo	1.202	1.141	- 5,1
Svezia	2.123	2.068	- 2,6	Messico	892	838	- 6,1
Indie olandesi	499	486	- 2,6	Uruguay	99	93	- 6,1
Grecia	15.204	14.761	- 2,9	Perù	365	341	- 6,6
Portogallo	2.353	2.284	- 2,9	Stati Uniti d'America	3.349	3.094	- 7,6
Egitto	37	36	- 3,0	Svezia	2.000	1.839	- 8,0
Danimarca	1.674	1.624	- 3,0	Cina	938	763	- 18,9
Ceilan	221	214	- 3,2	Paesi Bassi	1.148	1.039	- 9,5
Estonia	111	107	- 3,6	Regno Unito	521	471	- 9,6
Jugoslavia	5.148	4.949	- 3,9	Australia	148	133	- 10,1
Uruguay	80	76	- 5,0	Finlandia	9.379	8.431	- 10,1
Elre	43	41	- 5,6	Colombia	184	165	- 10,3
Argentina	1.558	1.461	- 6,2	Germania	5.901	5.249 <sup>1)</sup>	- 11,0
Cina	953	886	- 7,0	Ungheria	588	522	- 11,2
Colombia	170	158	- 7,1	Filippine	331	291	- 12,1
Finlandia	9.151	8.482	- 7,3	Nuova Zelanda	67	58	- 12,6
Unione del Sud Africa	101	93	- 7,9	Lettonia	261	227	- 13,0
Norvegia	1.260	1.176	- 8,1	Palestina	6	5	- 13,5
India	1.644	1.501	- 8,7	Ceco-Slovacchia	11.954	10.240	- 14,3
Paesi Bassi	1.550	1.415	- 8,7	Giappone	3.125	2.667	- 14,7
Romania	20.285	18.520	- 8,7	Belgio	25.206	21.493	- 14,7
Regno Unito	953	859	- 9,9	Ceilan	310	264	- 14,8
Palestina	15	14	- 10,8	Canada	1.004	846	- 15,7
Svizzera	1.807	1.607	- 11,1	India	1.983	1.623	- 18,2
Ungheria	484	418	- 13,6	Jugoslavia	6.272	5.047	- 19,5
Canada	909	677	- 16,3	Unione del Sud Africa	123	98	- 20,3
Belgio	27.487	22.694	- 17,4	Haiti	42	33	- 21,4
Messico	614	493	- 19,7	U. R. S. S.	1.729	1.329	- 23,1
Malesia britannica	686	551	- 19,7	Egitto	39	29	- 26,1
Italia	13.942	11.124	- 20,2	Cile	933	674	- 27,8
Haiti	47	36	- 23,4	Indie olandesi	998	694	- 29,8
Ceco-Slovacchia	10.980	8.389	- 23,6	Romania	31.568	21.529	- 31,8
Giappone	3.732	2.641	- 29,2	Malesia britannica	899	571	- 36,5
Stati Uniti d'America	3.084	1.960	- 36,4	Argentina	2.311	1.400	- 39,4

\* In parte cifre provvisorie.

<sup>2)</sup> Compresi i premi di cambio.

<sup>1)</sup> Escluso il commercio fra la Germania e l'Austria.

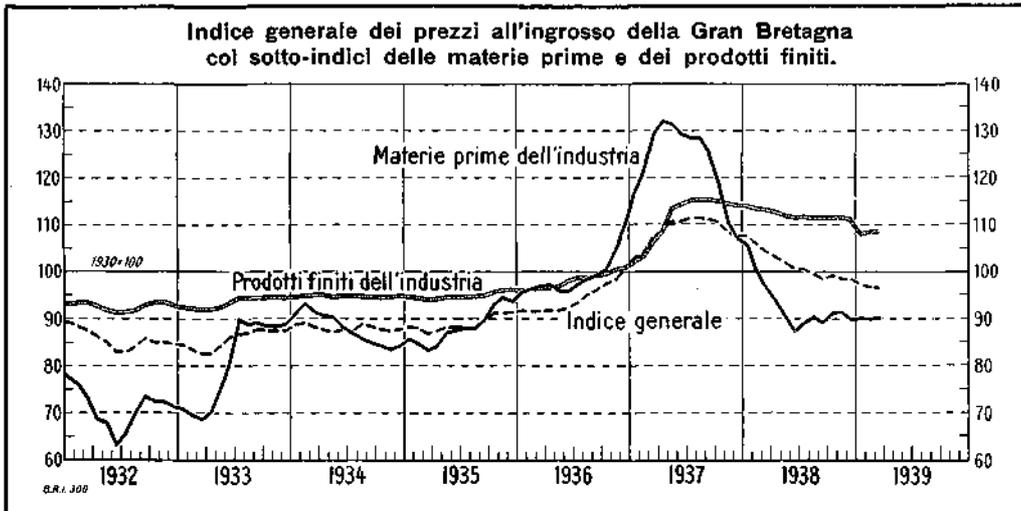
La tabella che precede mostra che i paesi in cui si è verificata la più forte diminuzione delle importazioni sono gli Stati Uniti (36,4%) seguiti dal Giappone (29,2%); il commercio degli Stati Uniti ha risentito del rallentamento dell'attività economica nella seconda metà del 1937; sul commercio del Giappone hanno influito le restrizioni imposte dalle ostilità in Cina. D'altro canto, le maggiori diminuzioni delle esportazioni si riscontrano nell'Argentina (39,4%) e nella Malesia britannica (36,5%), cioè in due paesi fornitori di merci gregge. La conclusione che si può dedurre da questi fatti è ovvia:

il grado d'attività nei paesi industriali si ripercuote direttamente sulla prosperità di quelli produttori di merci gregge; le singole misure dirette a stimolare il commercio d'esportazione sono indubbiamente giustificate, ma la regolarità di circolazione dei beni tra i paesi presuppone in questi ultimi l'uniformità nella tendenza dell'attività economica. Il rinnovato interessamento nei confronti dell'esportazione, che l'anno scorso ha assunto un'importanza così cospicua, dovrebbe servire d'incentivo a ricercare le condizioni generali propizie al mantenimento di un sano equilibrio fra le attività dei vari paesi all'interno ed all'estero. L'opinione pessimistica che le tendenze autarchiche debbano restringere molto il campo e l'importanza del commercio estero si è addimostrata in sostanza erronea: infatti, il commercio internazionale ha rivelato una notevole persistenza perfino in un'epoca di acuta inquietudine politica.

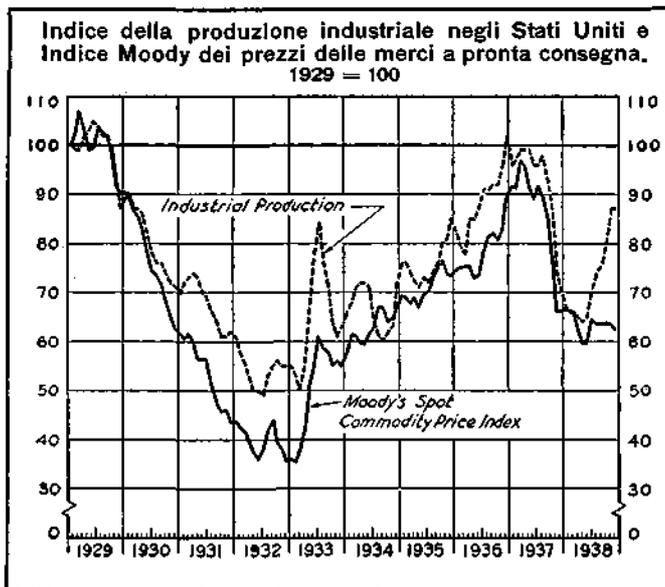
### 3. I MOVIMENTI DEI PREZZI.

Le caratteristiche principali dei mercati delle merci, nell'anno scorso, possono riassumersi come segue: la rapida discesa dei prezzi delle materie prime industriali, cominciata nel 1937, venne a cessare verso la metà del 1938, epoca in cui s'iniziò una certa ripresa, rimasta però entro ristretti limiti; d'altra parte, i prezzi dei cereali continuarono a diminuire sotto l'influenza degli abbondanti raccolti. L'abbassamento dei prezzi delle derrate alimentari contribuì a ridurre in certa misura il costo della vita, ma i prezzi dei prodotti finiti dell'industria, benché leggermente discendenti, sembrano essere rimasti, nel 1938, alcun poco superiori alla media dell'anno precedente. I prezzi medi dell'importazione ed esportazione della Germania e del Regno Unito presentano le stesse tendenze: dal 1937 al 1938 i primi (in massima parte relativi a materie prime e derrate alimentari per ambedue i paesi) caddero di circa 7 %, mentre i secondi (in massima parte prezzi di prodotti finiti) aumentarono di circa 2 %. Sono particolarmente interessanti le variazioni verificatesi negli ultimi due anni nel rapporto fra i prezzi dei prodotti finiti e quelli delle materie gregge, come rende chiaro il grafico seguente, rappresentante i numeri degli indici dei prezzi all'ingrosso nel Regno Unito.

Dalla metà del 1933 all'autunno del 1936, i prezzi dei prodotti finiti e delle materie prime industriali presentarono un alto grado di stabilità e non si scostarono l'uno dall'altro di più di 10 %. Tuttavia, alla fine del 1936 ed al principio del 1937, i prezzi delle materie prime salirono troppo rapidamente in conseguenza del fatto che, mentre la ripresa industriale nel mondo intero assumeva un ritmo più celere, venivano accumulate scorte di materiali nei magazzini degli industriali e si scatenava sui mercati la speculazione, sotto l'influenza, in parte, di esagerate previsioni di fabbisogno per la produzione bellica.



Tale rialzo, non soltanto fu sproporzionato all'offerta che si rese disponibile sui diversi mercati, ma ingenerò anche un serio squilibrio tra costi e prezzi. Al principio del 1937, s'ebbe anche un rialzo nei prezzi dei prodotti finiti, non però nella stessa misura e si rese più difficile il mantenere immutato, a prezzi più alti, il volume delle vendite ai consumatori finali. Le scorte si accumularono e quando giunse la reazione, essa fu assai violenta sotto il doppio influsso della rapida diminuzione della produzione industriale negli Stati Uniti ed in taluni altri paesi, e delle maggiori offerte di materie prime sotto la spinta dell'aumento dei prezzi. Durante i quattordici mesi dall'aprile 1937 al giugno 1938, l'indice dei prezzi delle materie prime industriali nella Gran Bretagna scese da 132 a 87 e da allora in poi la ripresa è stata minima, nonostante il rapido

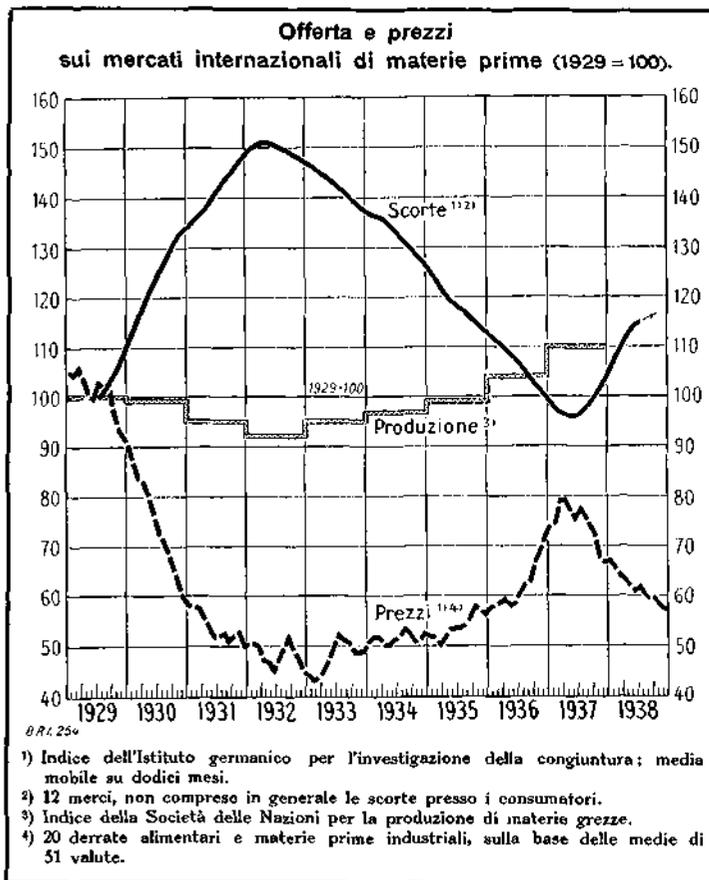


aumento dell'attività industriale nel secondo semestre del 1938. Nel grafico qui accanto, riprodotto dal Monthly Survey of the U.S. Department of Commerce, trovasi raffrontato il volume della produzione industriale degli Stati Uniti, calcolato secondo l'Indice della Riserva Federale, con l'indice Moody dei prezzi di quindici merci principali (materie industriali e derrate alimen-

tari). Questo indice, più sensibile che non quelli più estesi dei prodotti grezzi e semilavorati, ha oscillato, in generale, nello stesso senso dell'attività industriale; ma questa correlazione venne a cessare nel secondo semestre del 1938 e ciò poichè, sebbene i prezzi della gomma, dei metalli diversi dal ferro, dei rottami di ferro, delle pelli e della seta siano saliti a partire dalla fine di giugno, non si verificò un durevole aumento generale dei prezzi delle merci di grande mercato. Le ragioni principali che spiegano la mancata rispondenza dei prezzi alla tendenza dell'attività industriale sono le grandi scorte accumulate in vista di una crescente domanda, gli abbondanti raccolti di cereali e, in generale, l'influenza deprimente dell'incertezza politica.

I prezzi delle merci di grande mercato sono ritornati al livello del principio del 1934 e si mantengono a 40% al disotto del 1929. Infatti, non c'è stata un'effettiva reazione contro la precipitosa discesa nel secondo semestre del 1937; pertanto, un miglioramento dei prezzi delle merci di grande mercato, che si trovano attualmente a livelli depressi, sarebbe generalmente benvenuto. Importa, tuttavia, che questo miglioramento non sia troppo rapido. Non può esservi dubbio che il brusco rialzo dei prezzi delle materie prime, dalla metà del 1936

al principio della primavera del 1937, fu una delle cause di successivo ristagno dell'attività economica. Le scorte di materie prime scesero, alla fine del 1936, al livello più basso che si sia visto da parecchi anni in qua e fu questo il fatto che rese possibile la brusca ripresa dei prezzi. Alcune investigazioni recenti sembrano aver messo in chiaro che, in generale, le scorte si esauriscono ed i prezzi salgono rapidamente proprio al momento in cui sta per cambiare la congiuntura



economica, cioè immediatamente prima della fase di depressione. Quando, d'altra parte, le scorte di materie prime sono pletoriche, esse agiscono come freno sui prezzi e costituiscono in tale modo il punto d'appoggio per una ripresa più durevole. Un graduale rialzo dei prezzi delle materie prime è certamente compatibile con la stabilità della ripresa, ma l'esperienza del 1936—37 ha provato che un aumento troppo rapido è nefasto. Ciò sembra indicare che non è la produzione delle materie prime quella che domina il ciclo economico, bensì il consumo delle materie prime da parte delle industrie che producono beni diretti o indiretti. Dato che la produzione di beni di consumo presenta una stabilità relativamente grande durante tutto il ciclo, la causa principale delle oscillazioni nel consumo delle materie prime deve trovarsi nella fluttuazione della produzione di beni indiretti. Le modificazioni nei rapporti tra costi e prezzi, le quali costituiscono la causa principale di siffatte fluttuazioni, sono, a loro volta, influenzate dalle diminuzioni o dagli accrescimenti delle scorte di materie prime, in quanto tali diminuzioni od accrescimenti producono rialzi o cadute dei costi; quest'influenza apparentemente predomina ed oltrepassa quella deprimente o stimolante che, rispettivamente, può avere una pleora o una scarsezza di scorte. La funzione delle scorte visibili di materie prime sembra essere quella di un serbatoio che accoglie l'eccesso di produzione, ovvero, secondo il caso, colma le deficienze. L'organizzazione della produzione delle materie prime, mediante i cosiddetti piani di restrizione, può giovare ad arrestare la produzione quando non è remunerativa, ma non contiene in sè alcun elemento stimolatore. Occorre che tali piani siano amministrati in modo da non impedire il funzionamento normale delle scorte visibili che consiste nel frenare gli aumenti troppo rapidi dei costi di produzione delle manifatture allorquando incomincia la ripresa.

Col rafforzarsi, nell'autunno del 1938, della domanda di materie prime, vi è stata una certa tendenza ad allargare i contingenti di produzione ed esportazione delle materie sottoposte a controllo internazionale, ma nell'inverno successivo si è avuta una reazione e le restrizioni furono ripristinate allorquando i prezzi diedero segni evidenti di restare a livelli relativamente bassi.

Le scorte visibili di prodotti greggi generalmente sono aumentate nel 1938, ma per lo più non hanno superato il volume che avevano alla fine del 1935, allorquando la ripresa generale era in pieno sviluppo. Le scorte statali destinate a fronteggiare situazioni eccezionali, benchè non pubblicate, sono notoriamente più grandi di quanto non siano mai state in passato; ma le scorte degli industriali non comprese tra quelle "visibili" sono probabilmente modeste, dato che la tendenza generale sembra essere stata quella di rifornirsi soltanto in misura corrispondente ai bisogni immediati.

**Scorte visibili di merci.**

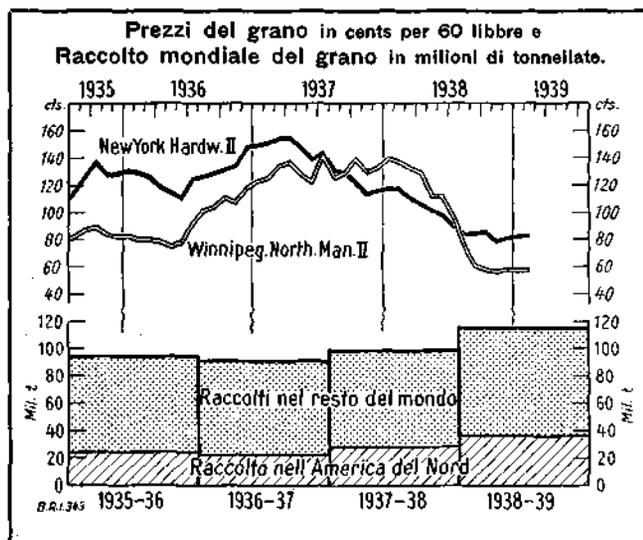
Fine d'anno	Grano milioni di staia	Zucchero migliaia di tonnellate	Tè milioni di libbre	Caffè milioni di sacchi	Rame	Piombo
					migliaia di tonnellate	
1935	484	6102	265	7,8	294	287
1936	312	5351	236	7,8	190	227
1937	333	6097	217	7,0	264	193
1938	484	6064	243	7,8	288	199

Fine d'anno	Zinco	Stagno	Cotone migliaia di balie	Lana milioni di libbre	Petrolio milioni di barili	Gomma milioni di tonnellate
	migliaia di tonnellate					
1935	83	19,3	7768	457	460	595
1936	57	29,9	8002	481	441	434
1937	78	35,8	9066	567	483	502
1938	138	37,2	9652	559*	471	441

\* Fine novembre.

Fra i prodotti agricoli, le rimanenze di grano e di cotone furono più alte alla fine del 1938 che non alla fine dell'anno precedente; nel 1938, il raccolto di grano del mondo intero è stato il più elevato che si sia mai registrato: la produzione europea ha superato di 5% l'alto livello del 1933 e la produzione negli Stati Uniti è stata superiore di 11% al precedente massimo raccolto che fu quello del 1928.

Il prezzo del grano canadese sui mercati liberi mondiali è caduto di oltre 50% durante il 1938, annata cattiva per i cereali in genere. I prezzi dei prodotti di origine animale (burro, carne, uova ecc.) sono rimasti più sostenuti, il ri-



basso medio netto, nel corso dell'anno, non avendo raggiunto 5%. Naturalmente i paesi esportatori di grano hanno risentito acutamente il contraccolpo della caduta dei prezzi, ma, in generale, la parte del reddito agricolo imputabile alla produzione granaria non è importante. Nel 1938, il raccolto del grano negli Stati Uniti si avvicinò ad 1 miliardo di staia, e, se si calcola a circa

50 centesimi di dollaro il prezzo alla fattoria, il reddito totale rappresentato dal raccolto fu di 500 milioni di dollari, cifra non molto importante, anzi, inferiore a 7% del reddito agricolo totale che si valuta all'ingrosso in \$7500 milioni. Il grano è però in parecchie vaste regioni, tanto negli Stati Uniti, quanto altrove, un'importante fonte di reddito in contanti ed il suo significato politico è generalmente grande.

Una delle ragioni per cui i prezzi dei prodotti d'origine animale sono stati più sostenuti che non i prezzi dei cereali è l'aumento del consumo di alimenti più costosi, come la carne e le uova, e la diminuzione del consumo di pane da parte delle popolazioni ad alto tenore di vita. Negli Stati Uniti, il valore complessivo della produzione annuale del pollame (uova, polli ecc.) supera il valore di quella del grano. La maggior resistenza dei prodotti d'origine animale non è un fenomeno recente: è stata una caratteristica dei movimenti dei prezzi fino dalla metà del secolo decimonono e si è resa particolarmente visibile nella grave depressione agricola del 1896, quando il prezzo del grano precipitò fortemente. I cambiamenti nella domanda da parte dei consumatori debbono, naturalmente, produrre mutamenti nella produzione, ma i corrispondenti adeguamenti possono essere di difficile realizzazione. Gli

agricoltori danesi sono noti per la rapidità con la quale si adattano ai cambiamenti che si fanno sentire sui grandi mercati d'esportazione ed in tal modo hanno guadagnato un vantaggio rispetto ai loro concorrenti. Allorchè, dopo il 1870, la produzione europea di cereali si trovò a subire la concorrenza dei paesi d'oltre oceano, la Danimarca decise di non proteggere i suoi produttori, ma di adat-

Indici dei prezzi all'ingrosso.

1929 = 100	1937	1938		1939			Cambiamento percentuale dal dic. 1937 al dic. 1938
	Dic.	Glu.	Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	
Canada . . . . .	87	84	77	77	77	—	— 11,3
Regno Unito . . . . .	94	88	86	85	85	85	— 8,6
Danimarca . . . . .	111	103	102	102	102	101	— 8,3
Belgio . . . . .	77	74	71	71	71	71	— 7,9
Paesi Bassi . . . . .	76	72	71	70	70	70	— 6,6
Svezia . . . . .	97	93	91	91	91	91	— 6,6
Albania . . . . .	67	62	63	63	62	—	— 6,0
Portogallo . . . . .	103	98	97	—	—	—	— 6,0
Stati Uniti . . . . .	86	82	81	81	81	—	— 5,7
Norvegia . . . . .	107	103	101	99	99	99	— 5,6
Polonia . . . . .	60	59	57	57	57	57	— 5,3
Grecia . . . . .	126	123	120	120	120	—	— 4,9
Finlandia . . . . .	104	99	100	100	100	—	— 3,9
Svizzera . . . . .	78	76	75	75	75	75	— 3,2
Jugoslavia . . . . .	79	79	77	77	76	76	— 3,0
Ungheria . . . . .	88	88	85	85	85	86	— 2,9
Lettonia . . . . .	96	94	93	95	96	—	— 2,6
Danzica . . . . .	102	98	100	—	—	—	— 2,0
Estonia . . . . .	86	86	86	87	87	—	— 0,9
Italia . . . . .	101	101	101	102	102	102	0
Germania . . . . .	77	77	78	78	78	78	+ 0,8
Romania . . . . .	79	80	81	83	—	—	+ 2,3
Bulgaria . . . . .	65	63	67	67	66	—	+ 3,2
Ceco-Slovacchia . . . . .	80	80	85	86	—	—	+ 5,4
Giappone . . . . .	110	116	116	118	120	121	+ 5,8
Francia . . . . .	101	105	109	110	109	109	+ 8,4

tare la sua agricoltura alla crescente domanda di burro, lardo, uova ecc.; questa politica fu seguita abbastanza costantemente fino adesso.

Le varie influenze alle quali si sono trovati soggetti i prezzi delle merci a partire dalla metà del 1938 — la ripresa parziale delle materie industriali e la continua caduta dei prezzi dei cereali — hanno avuto per conseguenza una notevole stabilità del livello generale dei prezzi all'ingrosso nella maggior parte dei paesi.

I prezzi giapponesi continuarono a salire nel 1938, dopo un rapido rialzo nell'anno precedente, ed il margine creato dal deprezzamento dello yen di

circa 70% sembra essersi completamente eliminato.



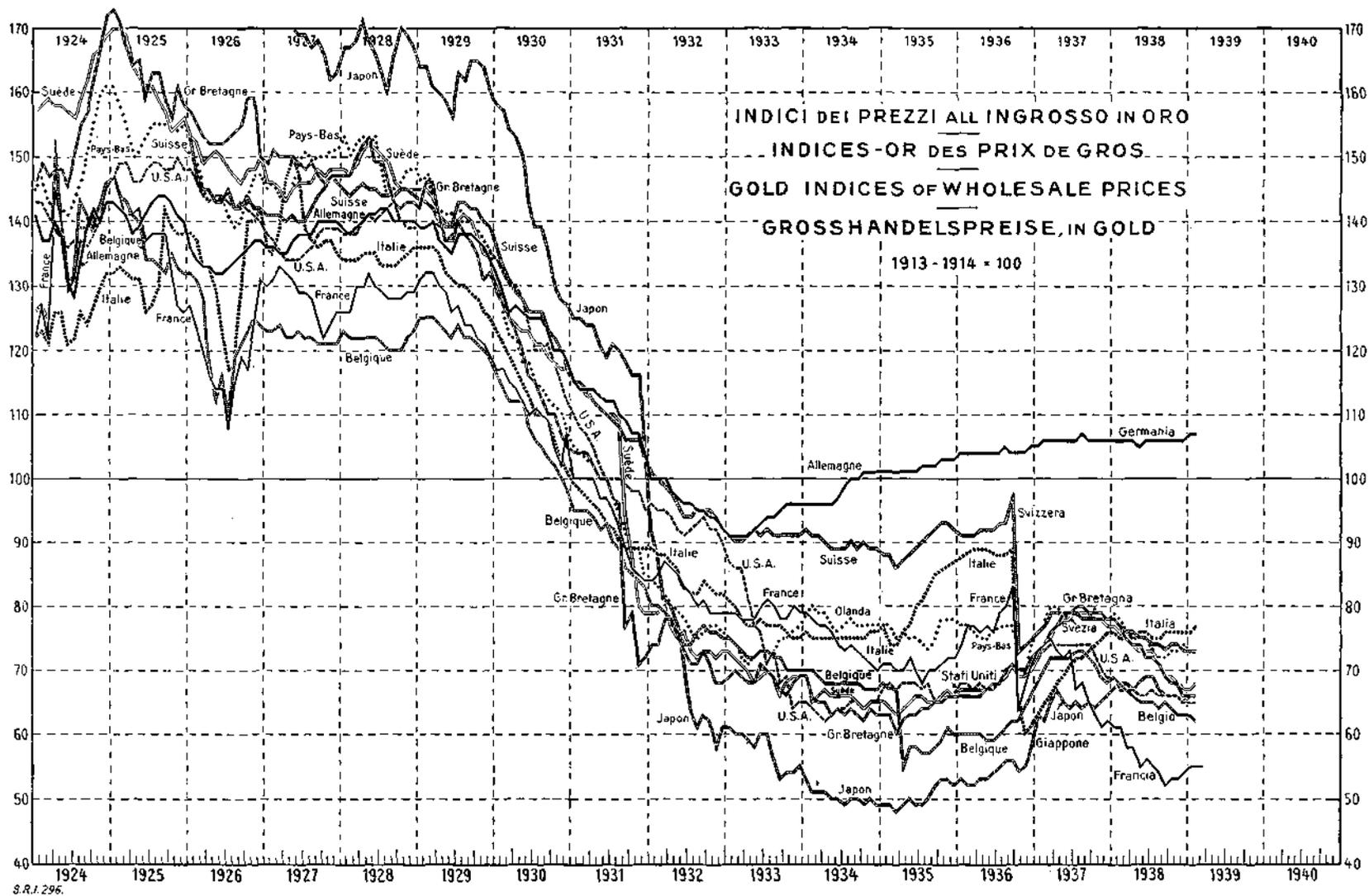
In Italia, il livello generale dei prezzi all'ingrosso salì di circa 25% tra l'epoca della svalutazione della lira, nell'autunno 1936, e la fine del 1937.

Da allora è rimasto stabile e pari a quello del 1929. Si sono prodotte variazioni, tuttavia, nei movimenti dei prezzi di categorie diverse di prodotti: i prodotti finiti, specialmente gli alimentari e tessili, sono aumentati, i

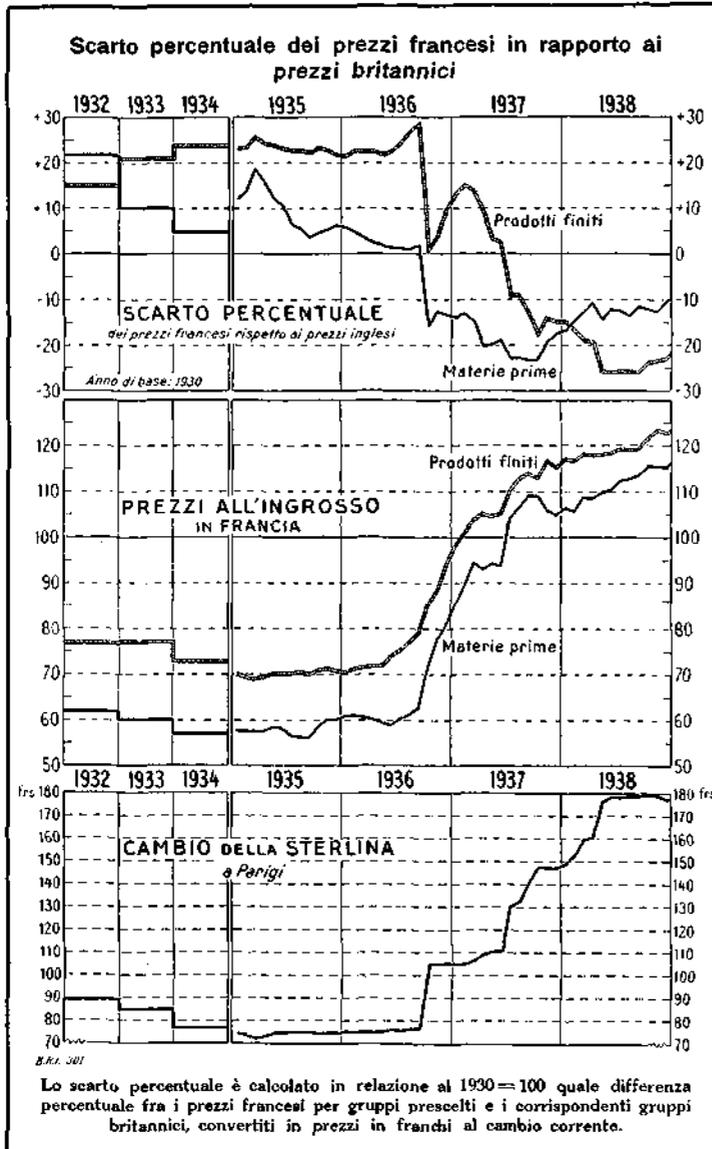
prodotti semilavorati sono rimasti invariati e le materie prime sono discese.

I prezzi in Francia, crebbero di nuovo nel 1938, ma meno rapidamente che non nei 18 mesi precedenti. I movimenti dei prezzi francesi, durante gli anni recenti, forniscono un esempio interessante della correlazione fra l'equilibrio interno e quello esterno nella struttura generale dei prezzi di un paese. Alcune delle tendenze principali possono essere illustrate da un raffronto tra i differenti movimenti del prezzo delle materie prime e dei prodotti finiti in Francia e nel Regno Unito dal 1932 al 1938.

Nel 1935, allorché il cambio della sterlina si aggirava sui 75 franchi, i prezzi francesi, malgrado la caduta verificatasi nei due anni precedenti, rimasero superiori ai prezzi inglesi — per i prodotti finiti la disparità raggiungeva 23% rispetto al 1930 — segno che la moneta francese in quest'epoca era sopravvalutata. Nell'anno seguente la disparità si accentuò per i prodotti finiti, in quanto i costi di produzione salirono per effetto delle innovazioni sociali ed altre verificatesi nell'estate del 1936; come si rileva dal grafico, i movimenti dei prezzi dei pro-



S.R.I. 296.



dotti finiti cominciarono a divergere sempre più dai movimenti dei prezzi delle materie prime. Con la svalutazione del settembre 1936, che portò il cambio della sterlina a circa 105 franchi, il divario fra i prezzi francesi ed inglesi si contrasse bruscamente; ma, alla fine dell'anno, riapparve tanto la disparità interna quanto quella esterna ed entrambe s'accrebbero considerevolmente nei primi mesi del 1937. Al principio del 1937 fu introdotta la settimana di 40 ore e furono consentiti parecchi importanti aumenti di salari. Durante il 1937, il franco scese a gradini da 105 a 112 e poi, in estate, a 135, terminando, in fin d'anno, a 150. L'au-

mento dei prezzi francesi cominciò, tuttavia, a rallentare e presto si manifestò una netta disparità in loro favore, disparità che aumentò quando il franco, all'inizio del 1938, oltrepassò la quota 150 fino a raggiungere la stabilizzazione di fatto al cambio di circa 178 franchi per sterlina. Il divario fu ancora più sensibile per i prodotti finiti che non per le materie prime, di modo che la situazione, quale si presentava nell'estate del 1936, venne a trovarsi interamente capovolta.

Le violente oscillazioni dei cambi, dei prezzi e dei costi, durante gli ultimi dieci anni, hanno messo in evidenza l'importanza dello studio delle perturbazioni che si manifestano nella struttura interna dei costi e dei prezzi, nonché nella relazione, per le differenti categorie di prezzi, tra il mercato interno ed i

mercati esteri. In tal modo si è acquistata una migliore comprensione dell'influenza che i diversi fattori esercitano non soltanto sull'equilibrio esterno, ma anche su quello interno, dei singoli sistemi economici e dell'importanza di questo duplice equilibrio.

In un periodo di prezzi discendenti, i livelli dei prezzi all'ingrosso dei paesi a cambio stabile e relativamente liberi da restrizioni debbono, in qualche modo, adattarsi ai movimenti generali, ma, siccome i costi sono meno facili ad adeguarsi, può sorgere uno squilibrio nella produzione interna. La caduta dei prezzi, avvenuta nella seconda metà del 1937 e proseguita nel 1938, ha causato grandi difficoltà di riadattamento in parecchi paesi e si è potuto rilevare che i prezzi dei prodotti finiti hanno scarsamente partecipato al movimento generale di ribasso. Gli ultimi a muoversi sono generalmente i prezzi controllati in virtù di accordi interni. Cionondimeno, essi sono soggetti a pressioni, ed a questo proposito la riduzione di 5 a 8% dei prezzi inglesi dell'acciaio, decisa nel dicembre 1938, può citarsi come esempio.

Per i consumatori e produttori, i prezzi quotati nella rispettiva moneta nazionale sono, naturalmente, quelli che hanno importanza immediata. Ma, per mostrare il grado di convergenza tra i livelli dei prezzi nei vari paesi, occorre avere un denominatore comune e questo può vantaggiosamente essere costituito dall'oro. Ricalcolando i vari indici dopo avere riportati i prezzi sulla base dell'oro, si può anche giudicare di quanto si siano abbassati i prezzi dal 1929. Il grafico alla pagina 60 mostra i prezzi all'ingrosso in vari paesi su base aurea, confrontati con quelli di prima della guerra (prendendosi 1913/14 = 100).

Ad eccezione della Germania, dove fino dal 1933 i movimenti dei prezzi (calcolati in oro al cambio ufficiale del marco) hanno cessato di seguire la tendenza di quelli esteri, e della Francia, dove, a causa delle recenti svalutazioni, i prezzi oro sono tuttora inferiori a quelli degli altri paesi, si nota una certa convergenza dei prezzi oro tra 65 e 75% del valore di prima della guerra. Come può vedersi nel grafico, i prezzi nei differenti paesi avevano tendenza a convergere anche nel 1929, ma ad un livello di 40% superiore a quello di prima della guerra. Riferito all'oro, il livello dei prezzi mondiali all'ingrosso si trova quindi appena alla metà di quello che era dieci anni fa e tale è rimasto più o meno per cinque anni, nonostante il grande aumento della produzione corrente dell'oro e delle spese per il riarmo.

### III. LA PRODUZIONE ED I MOVIMENTI DELL'ORO.

La produzione dell'oro nel 1938 è aumentata più che nel 1937, in valore tanto assoluto quanto relativo. Rispetto all'anno precedente l'aumento è stato di 5,6%, essendosi estratti dalle miniere quasi 37 milioni di oncie, equivalenti a \$1290 milioni. Ancora una volta, la maggior parte della produzione dell'oro si è avviata verso gli Stati Uniti, le cui scorte auree sono aumentate di \$1750 milioni, cioè oltre 35% in più della quantità dell'oro estratto. Nell'autunno del 1938, epoca dell'anno in cui la maggior parte di quest'oro fu spedito a Nuova York esso servì di veicolo a trasferimenti di capitali talmente cospicui che, nel ricercarne le cause, si può essere facilmente indotti a trascurare gli effetti dei profondi cambiamenti di direzione del commercio e degli investimenti. Sta di fatto che più di una metà dell'incremento delle scorte di oro degli Stati Uniti, nel 1938, trova la sua spiegazione nella vasta eccedenza delle esportazioni da detto paese, mentre l'afflusso di capitali ne rappresenta meno dell'altra metà. I movimenti di capitali, e specialmente i trasferimenti di quelli in cerca di rifugio, hanno assunto, peraltro, una maggiore importanza nei primi quattro mesi del 1939 a causa del crescente timore di guerra, per effetto del quale enti ed individui, in pari misura, si sono affrettati ad accrescere le loro disponibilità liquide, specialmente in dollari. Un altro aspetto della stessa preoccupazione è l'aumento delle scorte accantonate all'estero dalle banche centrali, quale è rivelato dalla maggior cifra dell'oro in custodia presso le banche del Sistema di riserva federale, cifra che è aumentata, nel 1938, di 333 milioni di dollari.

Una perdita netta fu quella subita dal Fondo britannico di perequazione dei cambi, il quale con ogni probabilità, durante il 1938, ha ceduto oro per qualche cosa come 200 milioni di sterline, massimamente spedito agli Stati Uniti, ma in parte, tuttavia, ritornato in Francia, specie negli ultimi mesi dell'anno. La tensione sul mercato londinese spinse, il 26 novembre 1938, il prezzo dell'oro al livello, senza precedenti, di 150 scellini e la quantità totale ivi venduta, calcolata ai prezzi giornalieri ufficiali, all'equivalente di £208 milioni, contro 123 milioni l'anno precedente. Il tesoreggiamento nel 1938, è andato talvolta crescendo, tale altra diminuendo, ma nel complesso, sembra essere aumentato di una cifra che si valuta tra 100 e 200 milioni di dollari. Nei primi mesi del 1939, per altro, forti quantità sono state rimesse in circolazione, e convertite principalmente in dollari.

Sono continuate le rivalutazioni delle riserve auree delle banche centrali su basi più prossime al prezzo corrente dell'oro, e tra esse si nota in parti-

colare quella effettuata dalla Banca d'Inghilterra. Alla fine di marzo 1939 circa il 90 % dell'insieme dell'oro monetario del mondo era stato rivalutato.

#### 1. LE DISPONIBILITÀ DI ORO.

L'aumento continuo della produzione annuale dell'oro appare dalla tabella seguente:

Anno	Africa del Sud	U. R. S. S. <sup>1)</sup>	Stati Uniti <sup>2)</sup>	Canada	Altri paesi produttori	Totali per il mondo <sup>3)</sup>	
	migliaia di oncie di oro fino						milioni di dollari <sup>4)</sup>
1930	10.716	1.501	2.286	2.102	4.318	20.923	732
1931	10.878	1.656	2.396	2.694	4.702	22.326	781
1932	11.559	1.938	2.449	3.044	5.264	24.254	849
1933	11.014	2.700	2.537	2.949	6.326	25.526	893
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	6.950	27.176	951
1935	10.774	4.500	3.619	3.285	7.376	29.554	1.034
1936	11.336	5.280	4.296	3.748	8.338	32.998	1.155
1937	11.735	5.000	4.753	4.096	9.304	34.888	1.221
1938	12.161	5.000	5.008	4.716	9.969	36.854	1.290

<sup>1)</sup> Non si dispone di statistiche ufficiali per l'U.R.S.S., ma ad intervalli irregolari vengono indicati dei cambiamenti in percentuale. Le cifre attuali sono stimate. <sup>2)</sup> Compresa le Filippine. <sup>3)</sup> Cifre in parte rivedute.

<sup>4)</sup> Le valutazioni in dollari sono fatte al valore attuale di \$35 per oncia di oro fino.

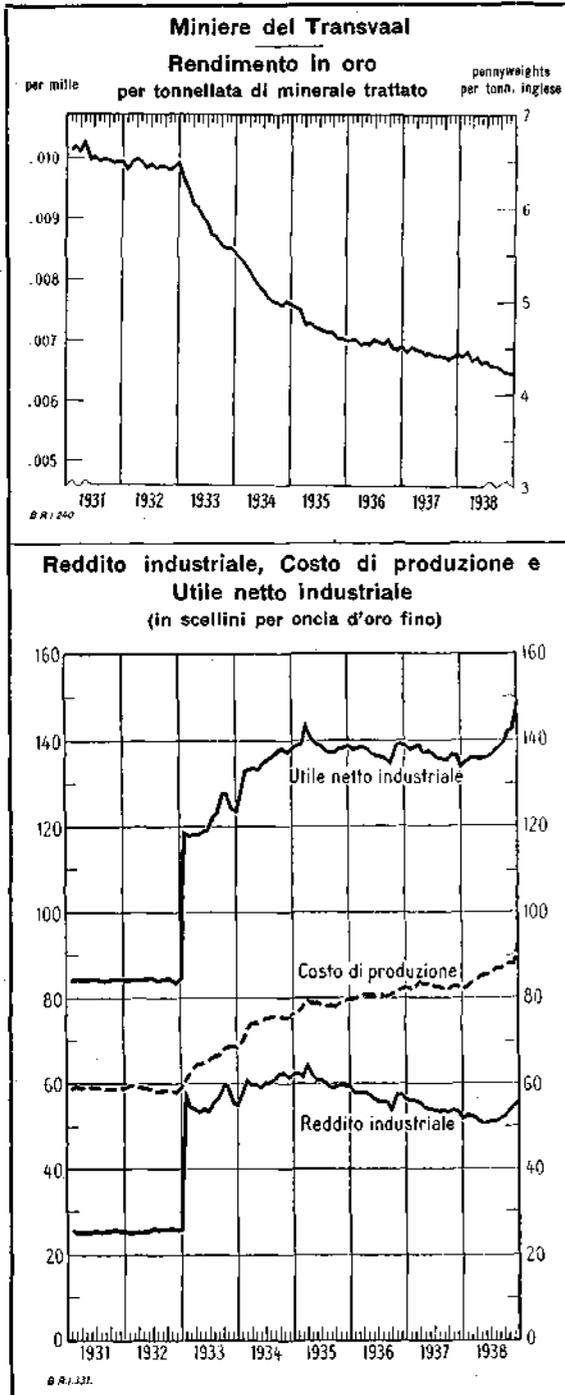
La produzione dell'oro nell'U. R. S. S., nel 1938, in mancanza di indicazioni ufficiali circa l'effettiva quantità estratta, è stimata eguale a quella del 1937: 5 milioni di oncie (\$175 milioni). Le esportazioni di oro dall'U. R. S. S., nel 1938, per quel tanto che se ne conosce, rappresentano il controvalore di \$115,5 milioni, contro \$200 milioni l'anno precedente, quantitativo venduto per il tramite del mercato di Londra. Nell'autunno 1938, un decreto del Governo sovietico ha disposto che in avvenire non siano dati permessi d'esportazione se non per invii diretti verso la Francia, la Gran Bretagna e gli Stati Uniti, col divieto specifico di esportare oro verso paesi ove vige un controllo sui cambi. Di tanto in tanto sono stati acquistati negli Stati Uniti, per conto sovietico, macchinari moderni per l'industria dell'oro, il che può considerarsi come un'indice che la produzione dell'oro in quel paese è in continuo sviluppo.

La produzione nell'Africa del Sud è aumentata nel 1938 di 3,6%, cioè nella stessa misura dell'anno precedente, nonostante l'ulteriore riduzione del tenore medio del minerale trattato. La tabella ed i grafici che seguono mostrano i principali cambiamenti tra gli anni 1932 e 1938 nelle condizioni della produzione dell'Africa del Sud:

Camera delle miniere del Transvaal  
 Confronto delle condizioni delle principali miniere  
 tra il 1932 ed il 1938

	1932	1938	Variazioni %
Prezzo dell'oro (media annuale)	85 s.	141 s. 9 d.	+ 66,8
Tenore del minerale trattato: rendimento in "penny- weights" per tonnellata .	6,48	4,35	- 32,9
Quantità di minerale trattato: migliaia di tonnellate . .	35.210	54.275	+ 54,1
Ricavo lordo per tonnellata trattata . . . . .	27 s. 7 d.	31 s. 1 d.	+ 12,4
Costo di produzione per tonnellata trattata . . .	19 s. 2 d.	19 s. 3 d.	+ 0,4
Utile industriale per tonnellata trattata . . . . .	8 s. 5 d.	11 s. 10 d.	+ 40,6
Totale degli utili industriali	£14,7 milioni	£31,9 milioni	+ 117,6
Totale dell'oro estratto: in sterline al prezzo del giorno . . . . .	£49,1 milioni	£83,6 milioni	+ 70,3
in oncie . . . . .	11.554	12.157	+ 5,2

L'aumento del prezzo dell'oro, mentre rimaneva invariato il costo di produzione per tonnellata di minerale, rese vantaggiosa l'estrazione di minerali a tenore più basso, sicchè, anche se nel complesso si è trattata, nel corso dell'anno, una quantità maggiore di minerale, la durata delle miniere ne risulta prolungata. Le compagnie minerarie non si sono tanto preoccupate di realizzare i massimi profitti possibili immediati (che avrebbero ottenuto se avessero continuato a trattare minerali di tenore più elevato) quanto di mantenere in avvenire una percentuale relativamente alta di utili. Il trattamento di una maggiore quantità di minerale presuppone, peraltro, la disponibilità di sufficiente mano d'opera (dal che si conclude che la politica seguita dalle società ha accresciuto le possibilità di impiego nell'Unione); ma questa non venne a mancare. Il numero medio di europei impiegati nel Rand salì da 23.051 nel 1932 a 39.408 nel 1938 e quella degli indigeni passò corrispondentemente da 214.781 a 309.286. Una maggior quantità di mano d'opera è venuta negli anni recenti dall'Africa tropicale, ma finora il numero d'operai di siffatta provenienza è soltanto di circa 10.000. Viene riferito che, grazie al miglioramento dei servizi sanitari, le condizioni del lavoro e della vita sono migliorate, il che



si riflette, per esempio, nella diminuzione dei tassi di malattia e di mortalità. Il rifornimento di mano d'opera, europea e indigena, risente naturalmente delle possibilità d'impiego d'altro genere; da questo punto di vista, la depressione del 1929, col diminuire le possibilità d'impiego in altre occupazioni, ha favorito le società minerarie. E' interessante notare che anche la prosperità di breve durata nel 1936 e 1937, comportando un aumento di domanda di diamanti, prodotti agricoli e materie prime, ha influito in certo modo sull'offerta di mano d'opera indigena, mentre la nuova caduta nel 1937 ha reso possibile impiegare un maggior numero di operai indigeni provenienti dai territori dell'Unione. Nel 1938, la Federazione dei lavoratori europei chiese taluni miglioramenti delle condizioni; in seguito a negoziati fu fondata una cassa, alla quale gli industriali versano circa £500.000 all'anno.

Si può fare un'analisi sommaria della ripartizione degli introiti provenienti dalle vendite d'oro da parte delle società del Witwatersrand, affiliate alla Camera delle miniere del Transvaal, le quali rappresentano la quasi totalità dell'estrazione dell'oro.

Tra il 1932 ed il 1938 il numero degli impiegati e dei lavoratori aumentò di circa 50%, ma l'estrazione di oro non crebbe che di 5,2%. Nel 1932 si trovavano in esercizio 32 miniere produttive; nel 1937 ve n'erano 37 (di cui 6 aperte dopo il 1932) alle quali vanno aggiunte 22 nuove miniere non ancora

Distribuzione degli introiti provenienti dalle vendite d'oro	Millioni di sterline	Percentuale
Alla comunità, sotto forma di costi di produzione . .	51,7	61,8
Allo Stato, sotto forma di tributi e partecipazioni agli utili	13,4	16,1
Agli azionisti, per dividendi . . . . .	17,2	20,6
Varie (compresi gli investimenti di capitale prelevati sugli utili lordi) . . . . .	1,3	1,5
<b>Totale . .</b>	<b>83,6</b>	<b>100,0</b>

allo stadio produttivo, ma alcune delle quali promettono un considerevole rendimento nei prossimi anni. Si prevede quindi che la produzione dell'Africa del Sud continuerà ad aumentare con ritmo crescente.

Mentre la produzione sudafricana aumentava soltanto di 5,2% dal 1932 al 1938, quella nel resto del mondo fu più che doppia. Il rapido aumento, negli anni recenti, dell'offerta di oro nel mondo intero è quindi dovuto intera-

**Produzione dell'oro nei principali paesi**

Paesi	1932	1938	Variazione percentuale	
	in migliaia di oncie di oro fino		dal 1932 al 1938	dal 1937 al 1938
Africa del Sud . . . . .	11.559	12.161	+ 5,2	+ 3,6
Resto del mondo: . . . . .	12.695	24.693	+ 94,5	+ 6,7
U. R. S. S. (¹) . . . . .	1.938	5.000	+ 158,0	-
Stati Uniti (²) . . . . .	2.449	5.008	+ 104,5	+ 5,4
Canada . . . . .	3.044	4.716	+ 54,9	+ 15,1
Australia . . . . .	714	1.570	+ 119,9	+ 13,7
Messico . . . . .	584	916	+ 56,8	+ 8,3
Rhodesia . . . . .	581	816	+ 40,4	+ 1,0
Giappone (²) . . . . .	402	755	+ 87,8	+ 4,4
Altri paesi . . . . .	2.983	5.912	+ 98,2	+ 6,6
<b>Produzione totale dell'oro . . . . .</b>	<b>24.254</b>	<b>36.854</b>	<b>+ 52,0</b>	<b>+ 5,6</b>

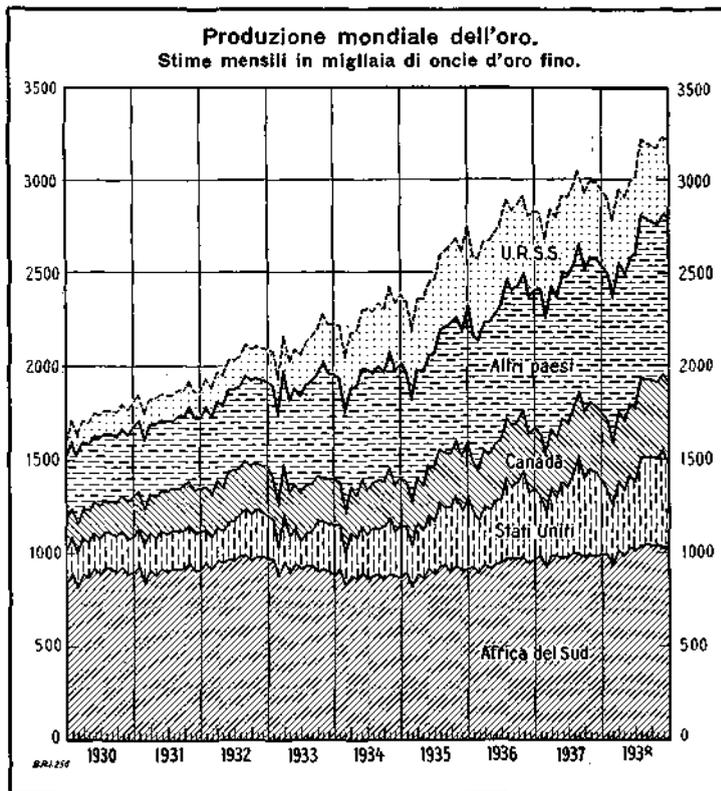
¹) Cifre stimate.      ²) Compresa le Filippine.

mente a paesi fuori dall'Africa del Sud; ma questa situazione può cambiare in avvenire, sia per effetto della maggiore produzione delle miniere sudafricane sia perchè lo sfruttamento più rapido in altri paesi può avere per effetto di esaurire più rapidamente i loro giacimenti auriferi.

Per il momento però la tendenza continua ad essere all'aumento nei paesi fuori dall'Africa del Sud. Negli Stati Uniti, la produzione è aumentata di 3%, ma di ben 25% nelle sole Filippine (da 692.000 oncie nel 1937 a 862.000 oncie nel 1938). In queste isole nella prima metà dell'anno sono state aperte sei nuove miniere e si preparava l'apertura di altre.

Nel Canada la produzione ha progredito a passi rapidi, aumentando di 15% dal 1937 al 1938, le miniere già in esercizio accrescendo la propria pro-

duzione mentre nuove miniere sono entrate in esercizio. Sembrerebbe che siasi dedicata maggiore attenzione al miglioramento delle miniere esistenti che non alla ricerca di nuove; tuttavia, la Canadian National Railway Co. ha aperto all'esercizio un nuovo tronco ferroviario della lunghezza di 100 miglia per il traffico



coi nuovi distretti auriferi. In generale, l'aeroplano continua a costituire, per i distretti più lontani, un utile mezzo di trasporto. L'importanza dell'industria aurifera può dedursi dal fatto che essa contribuisce per ben 50% al valore totale della principale produzione mineraria del paese.

Oltre ai quattro più importanti centri produttori — Africa del Sud, Stati Uniti, Russia e Canada — ha particolare importanza l'Australia,

la cui produzione d'oro è aumentata di 120% dal 1932 al 1938 e di circa 14% nel solo ultimo anno. In generale, i Governi hanno continuato ad incoraggiare la produzione dell'oro: in Giappone si è nuovamente aumentato il prezzo pagato ai produttori; in Romania, ove i premi per l'oro di produzione indigena sono stati stabiliti a tassi fissi, diversi a seconda delle varie categorie di produttori, il totale estratto è ammontato, nel 1938, a 175.000 oncie; in Francia, 100 milioni di franchi sono stati stanziati nel bilancio del Ministero delle Colonie per lo sviluppo della produzione in Guiana, Guinea e Madagascar. In Jugoslavia, nel 1938, le miniere statali parteciparono per 17.500 oncie alla produzione totale di circa 78.000 oncie. Dappertutto si impiegano metodi moderni d'estrazione e di ricerca; resta da vedere in quale misura il loro impiego avrà per effetto di affrettare l'esaurimento dei giacimenti disponibili, dato specialmente che pochi paesi hanno adottato la politica prudente delle società sud-africane. Anche dove non si tenga conto dell'aiuto governativo, l'industria aurifera è attualmente assai attraente. A 148 scellini per oncia d'oro fino, il

prezzo dell'oro è a 74% al di sopra di quello che era nel 1929, mentre il livello dei prezzi in sterline delle altre merci, determinato, per esempio, dall'indice dei prezzi all'ingrosso, si trova tuttora al di sotto del livello del 1929, ed i costi non sono generalmente aumentati nell'industria aurifera di più che non negli altri settori della produzione.

Gli arrivi di oro da paesi dell'Oriente, che per parecchi anni hanno avuto grande importanza raggiungendo il massimo di \$378 milioni nel 1932, sono caduti a \$68 milioni nel 1937 ed a \$57 milioni nel 1938.

Oro proveniente dall'Oriente

Anno	India*	Cina	Hong Kong	Totale
	in milioni di dollari (a 335 per oncia di oro fino)			
1931 . . . .	208	18	20	246
1932 . . . .	320	39	19	378
1933 . . . .	202	24	33	259
1934 . . . .	220	18	22	260
1935 . . . .	150	14	11	175
1936 . . . .	109	12	10	131
1937 . . . .	50	17	1	68
1938 . . . .	43	0**	14	57
Totale	1.302	142	130	1.574

\* Di sola provenienza dal pubblico.

\*\* La Cina ebbe un saldo netto all'importazione per 4 milioni di dollari.

E' divenuto più difficile che mai lo stimare i quantitativi di oro assorbito dalle arti e dall'industria. Nel 1937 si è potuta osservare una maggiore tendenza all'acquisto di oro per ornamenti, in dipendenza dall'aumento di prosperità, ma non diminuirono le quantità di oro restituite al mercato, sotto forma di rottami, monete ecc., cosicchè il consumo netto per uso industriale fu piccolo e, per l'insieme del mondo, probabilmente inferiore alla quantità di oro proveniente dal tesoreggiamento in Oriente.

In queste circostanze la quantità dell'oro disponibile per uso monetario nel 1938 può stimarsi a circa \$1300 milioni, cioè in misura leggermente superiore alla produzione annuale di \$1290 milioni.

2. SCAMBI DI ORO TRA LE AUTORITÀ MONETARIE E I PRIVATI RISPARMIATORI.

Non è difficile conoscere la destinazione che hanno presa i \$1300 milioni d'oro disponibile per uso monetario, inquantochè le scorte auree dichiarate delle banche di emissione sono aumentate, nel 1938, di \$1750 milioni. Questa cifra comprende l'oro che appare come riserva nella situazione delle banche centrali e, praticamente, tutto l'oro del Fondo cambi americano, ma generalmente non include l'oro conservato ad altro titolo, nè le scorte d'oro in Spagna e nell'U. R. S. S. circa le quali non si dispone di sufficienti informazioni. Riserve non rese di pubblica ragione sono, in particolare, quelle del Fondo britannico di perequazione dei cambi (la cui scorta di oro è stata pubblicata semestralmente nel 1937 e nel 1938) e dei Fondi stabilizzazione cambi della Francia, Olanda e della Svizzera, le cui consistenze auree non sono pubblicate.

La differenza di \$450 milioni fra la quantità di oro prodotto e l'aumento delle riserve dichiarate, rappresenta una riduzione delle consistenze auree occulte, cioè il complesso dei quantitativi assorbiti dai Fondi cambi o dal tesoreggiamento privato nel mondo occidentale. Nella tabella che segue sono riassunti i dati relativi al Fondo britannico di perequazione dei cambi.

Fondo britannico di perequazione dei cambi

Epoca	Milioni di oncie di oro fino	Milioni di sterline a 140 scellini per oncia di oro fino
31 marzo 1937 . .	26,7	186,7
30 settembre 1937	39,9	279,0
31 marzo 1938 . .	42,5	297,8
30 settembre 1938	21,7	151,8
Diminuzione dal 31 marzo 1938 al 30 settembre 1938	20,9	146,0

Coll'aumento del prezzo dell'oro tra il marzo ed il settembre 1938, il Fondo di perequazione dei cambi ha perduto, nello stesso periodo, circa 150 milioni di sterline. Diminuzioni ulteriori furono registrate durante l'ultimo trimestre (il che motivò il trasferimento di oro dalla Banca d'Inghilterra al Fondo al principio del 1939) e, secondo talune stime private, la riduzione netta delle scorte d'oro in Inghil-

terra, durante il 1938, sarebbe stata di circa £200 milioni, al prezzo corrente dell'oro, ossia \$900 milioni. Pertanto, le perdite britanniche si elevarono, all'ingrosso, al doppio dei \$450 milioni trasferiti dalle riserve occulte alle riserve dichiarate. Occorre dunque cercare di rintracciare il saldo di \$450 milioni di oro che non affluisce alle riserve pubblicate.

Si ha ragione di ritenere che tra il principio e la fine dell'anno siano complessivamente aumentate le scorte di oro dei Fondi cambi della Francia,

dell'Olanda e della Svizzera. Il rimpatrio di capitali in Francia, durante gli ultimi due mesi del 1938, ha aumentato la scorta di oro del Fondo cambi al di là della sua consistenza alla fine del 1937. Il Fondo svizzero, che nominalmente rimane immutato a 538,6 milioni di franchi svizzeri, sembra possedesse quantità maggiore di oro e minore di divise alla fine del 1938 in confronto dell'anno precedente. E' stato pubblicato che il Fondo olandese ha aumentato le sue riserve di oro in taluni periodi dell'anno, facendo uso di anticipazioni ricevute dalla Banca neerlandese, ma esso ha anche effettuato vendite di oro, specialmente a partire dalla fine di febbraio 1939. Considerando però soltanto l'anno 1938, non c'è dubbio che la sua scorta totale di oro sia in complesso aumentata. Pertanto, si può ritenere che la maggior parte dei \$450 milioni sia stata assorbita dalle scorte occulte di varii Fondi cambi. Anche ove si tenga conto delle riduzioni verificatesi, ma non rese note, nelle scorte auree di altre autorità monetarie, la quantità d'oro tesoreggiato dai privati, nel corso dell'anno, difficilmente può avere superato più di cento o duecento milioni di dollari.

Ciò che rende difficile stimare l'effetto finale, nel corso del 1938, della propensione al tesoreggiamento è il fatto che, ad epoche diverse dell'anno, si sono manifestate tendenze opposte. Nei primi mesi, crescendo l'intensità della depressione negli Stati Uniti, si diffusero timori sul mantenimento del valore aureo del dollaro; sul mercato dei cambi si fece sentire la pressione dei forti ritiri di capitali da Nuova York e sul mercato dell'oro di Londra vi fu nuova domanda di oro a scopo di tesoreggiamento.

La dichiarazione del Presidente Roosevelt, alla fine del febbraio 1938, secondo cui non era questione di svalutare il dollaro, contribuì ad arrestare la fuga dal mercato americano e, al tempo stesso, anche la tendenza al tesoreggiamento. Poco dopo, l'inquietudine destata dalla situazione politica in Europa portò ad una recrudescenza dell'incetta di oro per tesoreggiamento. In certe giornate del luglio 1938, il premio sull'oro monetato raggiunse 9‰, segno di larga domanda di oro; è probabile che la quantità dell'oro tesoreggiato non sia mai stata così grande quanto verso la metà del 1938.

Era però imminente un cambiamento della tendenza. Al principio di agosto cominciò ad affermarsi l'idea che la sterlina fosse sopravvalutata in confronto al dollaro e, per di più, il franco francese si trovò a subire una pressione che comportava per il Fondo cambi la perdita di forti quantità di oro. Inoltre, apparvero sempre più minacciose all'orizzonte le possibilità di complicazioni politiche in Europa. I detentori di sterline sul continente cominciarono a cambiarle in dollari, nella speranza che questa valuta fosse meno sensibile agli effetti di un conflitto europeo. Presso i possessori di

oro si diffuse il timore che i loro peculii potessero venire immobilizzati da divieti d'esportazione e consimili, sicchè anch'essi cominciarono a sbarazzarsi dell'oro, acquistando dollari. Il risultato netto fu un doppio ritorno, sul mercato, di oro e di sterline tesoreggiate, movimento che sembra aver continuato, salvo brevi interruzioni, durante tutto l'autunno e l'inverno, facendosi particolarmente sensibile nel marzo 1939. Non soltanto i dollari furono ricercati, ma anche altre valute, specialmente i franchi francesi quando, incoraggiati dalla riforma Reynaud sulla fine dell'anno, i capitali francesi cominciarono a riaffluire in patria.

Qualche indicazione sulle fluttuazioni del tesoreggiamento nel Regno Unito può ricavarsi dall'analisi dei movimenti dell'oro non compreso nelle riserve della Banca d'Inghilterra e del Fondo di perequazione dei cambi. Le cifre della tabella seguente sono state ottenute calcolando la sterlina a 140 scellini per oncia di oro fino, onde eliminare le fluttuazioni del prezzo dell'oro.

Milioni di sterline a 140 scellini per oncia d'oro fino

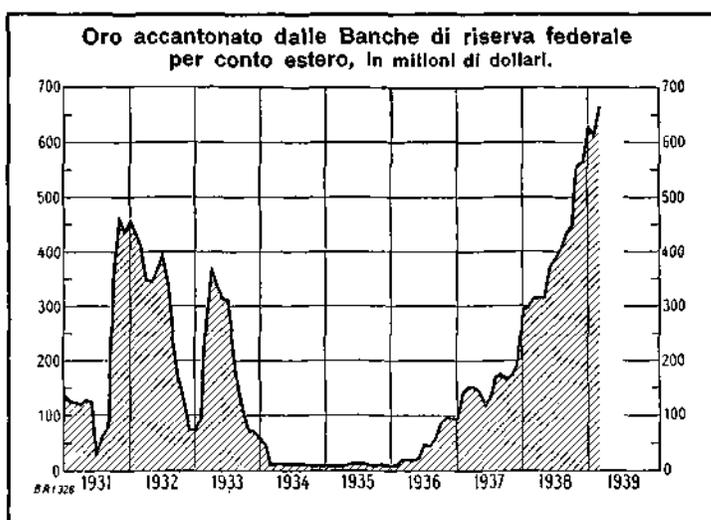
	1937		1938	
	31 marzo	30 settembre	31 marzo	30 settembre
Fondo di perequazione dei cambi	187	279	298	152
Banca d'Inghilterra . . . . .	517	538	538	538
Riserve complessive	704	817	836	690
Meno la riserva aurea della Banca d'Inghilterra al 1° gennaio 1932	200	200	200	200
Aumento delle riserve a partire dal 1° gennaio 1932 . . . . .	504	617	636	490
Importazione netta di oro nel Regno Unito a partire dal 1° gennaio 1932 . . . . .	744	786	825	811
Oro non compreso nelle riserve della Banca e del Fondo . . . . .	240	169	189	321

Nel commento alla bilancia dei pagamenti per il 1938, il Board of Trade Journal afferma che "la notevole eccedenza delle importazioni nette, negli ultimi anni, sopra le scorte del Fondo di perequazione dei cambi e le riserve della Banca d'Inghilterra si può attribuire ai trasferimenti di oro per custodia a Londra, ovvero agli acquisti sul mercato dell'oro a Londra per conto di banche e di privati all'estero".

Un'ulteriore complicazione proviene dal fatto che le autorità monetarie britanniche hanno facoltà di conservare parte delle loro riserve auree sotto custodia presso banche centrali estere. Anche tenendo presente questo fatto, l'aumento di oltre 130 milioni di sterline, tra il marzo ed il settembre 1938,

nell'oro non compreso nelle riserve della Banca e del Fondo appare interessante, poichè consente di dedurre che durante quel periodo e specialmente in settembre, le banche ed i privati all'estero, ed in particolare le banche centrali, convertirono in oro le disponibilità in sterline e per di più spedirono oro a Londra per custodia. Le scorte auree che le autorità monetarie accantonano in paesi esteri servono principalmente a pagamenti internazionali; in caso di guerra, può risultare difficilissimo e rischioso effettuare spedizioni con grande rapidità. A questo proposito è interessante osservare il crescente aumento dell'oro in custodia presso le banche del Sistema di Riserva federale, rivelato dalle cifre pubblicate mensilmente, e raffigurato nel grafico che segue.

In qualche caso si hanno notizie precise circa le scorte di oro che talune banche centrali conservano all'estero. Fino alla fine di novembre 1938 la situazione della Banca neerlandese riportava a parte l'oro all'estero, il quale rappresentava a quel momento circa 24% della riserva totale. Analogamente, si ricava dalle situazioni della Banca nazionale svizzera che, alla metà del 1938, un terzo della sua riserva aurea si trovava all'estero. Alla fine del 1938, la Sveriges Riksbank teneva circa 30% della sua riserva fuori del paese e si sa



pure che una larga parte della riserva della Banca nazionale del Belgio è stata spedita all'estero. Anche le autorità monetarie britanniche forse conservano oro in altri paesi, ad esempio, nel Canada e nell'Africa del Sud. Nell'autunno del 1938, l'assicurazione contro i rischi di guerra essendo costosa, la Banca di

riserva dell'Africa del Sud cominciò a tenere oro in custodia per conto estero, invece di spedirlo in Europa od in altri paesi, e mediante avviso apparso in novembre, questa facilitazione fu estesa anche ai privati. Di conseguenza le esportazioni dell'Africa del Sud vennero quasi a cessare a partire dal settembre 1938, ma ricominciarono nella primavera del 1939, e a quel momento (fine marzo) l'oro in custodia aveva raggiunto i 40 milioni di sterline.

L'accumulazione di oro nel Regno Unito, che proseguiva ininterrottamente dal 1932, cessò nell'estate 1938. Nei primi sette mesi dell'anno le impor-

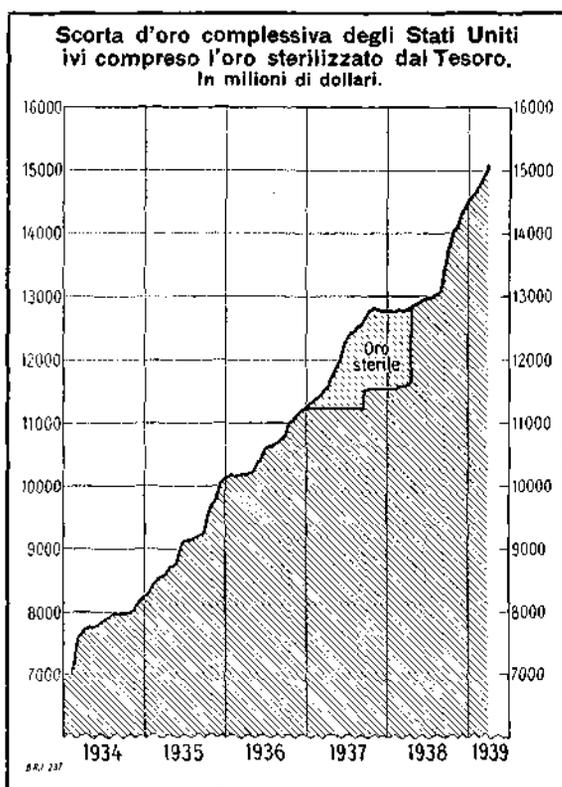
tazioni nette di oro monetato e in barre salirono a 85 milioni di sterline, ma nei cinque mesi successivi si ebbero esportazioni nette per £147,5 milioni; complessivamente, per l'intero anno, queste ammontarono a 62,5 milioni di sterline. Tale cambiamento di direzione del movimento dell'oro va attribuito principalmente all'azione dei detentori esteri di sterline e di oro a Londra. Il disavanzo nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, valutato a £55 milioni nel 1938 (all'incirca come per l'anno precedente) non dovrebbe per sè stesso aver dato origine ad una sensibile esportazione di oro, inquantochè è stato controbilanciato in grande misura, come negli anni precedenti, dall'eccedenza dei pagamenti in conto ammortamento e dei riscatti di prestiti d'oltremare rispetto al ricavo delle nuove emissioni, eccedenza che nel 1938 ammontò a soli 28 milioni di sterline. Le esportazioni di oro dal Regno Unito hanno continuato nel primo trimestre del 1939, raggiungendo £95 milioni di cui £56 milioni per il solo mese di marzo. Ciò testimonia l'aumento della liquidazione di oro tesoreggiato sul mercato di Londra, il ricavo del quale viene convertito principalmente in dollari.

I movimenti di oro che si sono fatti sentire negli Stati Uniti alle differenti epoche dell'anno sono avvenuti generalmente in senso opposto a quelli del Regno Unito. Nei primi sette mesi del 1938 le importazioni nette di oro avvennero alla media di appena \$44 milioni al mese, mentre la media mensile negli ultimi cinque mesi è stata di \$335 milioni. Le importazioni complessive nette ammontarono a \$1974 milioni, che è la massima cifra finora raggiunta. Aggiungendosi alle preesistenti scorte degli Stati Uniti, questa importazione ha influito sulle riserve di oro di quel paese nella misura seguente:

Scorta di oro negli Stati Uniti e movimenti di oro nel 1938, in milioni di dollari			
Importazioni nette . . . . .	1974	Aumento della scorta di oro monetario . . . . .	1752
Produzione interna . . . . .	148	Aumento netto dell'oro in custodia per conto dell'estero .	333
Totale .	2122	Totale .	2085

Già si sono indicati i motivi per i quali l'oro in custodia ha raggiunto cifre così elevate. Con l'aggiunta, nel 1938, di \$1752 milioni alle riserve americane e con gli ulteriori acquisti effettuati nei primi quattro mesi del 1939, gli Stati Uniti ne detengono per oltre 15 miliardi di dollari, e cioè circa 55 % del totale dell'oro monetario del mondo. La spiegazione data a queste importazioni senza precedenti, concentrate entro pochi mesi del 1938, è l'aumento dell'afflusso di capitali, in ispecie di quelli fuggiti dall'Europa; ma occorre tener conto anche di altri importanti elementi, tra cui particolarmente la grande eccedenza delle esportazioni americane, in ragione di circa 100 milioni di dollari al mese, ecce-

denza che ebbe inizio nel secondo semestre del 1937 e continuò durante tutto il 1938. Le prime valutazioni sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti per il 1938 danno, infatti, un'eccedenza attiva, nel gruppo delle partite correnti, di 965 milioni di dollari. Pertanto, più della metà dell'oro entrato negli Stati Uniti durante l'anno rappresenta il netto controvalore di merci esportate. La concomitanza, a diverse epoche dell'anno, dei movimenti dell'oro e dei pagamenti per conto del commercio fu, peraltro, profondamente perturbata ed in modo tale da dare ai movimenti dei capitali erratici un significato apparente



più importante di quello che effettivamente ebbero; nel primo semestre dell'anno, a causa dei timori di una svalutazione del dollaro, i possessori esteri di disponibilità bancarie a Nuova York ritirarono circa \$400 milioni, offrendo perciò divisa che servi al fabbisogno del commercio per pagamenti negli Stati Uniti. Nel secondo semestre dell'anno, d'altra parte, fu spedito, negli Stati Uniti, oro per 1730 milioni di dollari, non soltanto per trasportare capitali, ma anche per effettuare pagamenti commerciali (in misura financo maggiore di quanto lo richiedesse il saldo netto della bilancia commerciale, e ciò perchè i crediti commerciali americani vennero decurtati). L'oro custodito

per conto delle banche centrali aumentò di \$240 milioni e le disponibilità bancarie dell'estero s'accrebbero di \$665 milioni; quest'ultimi possono considerarsi come capitali in cerca di rifugio, ed è interessante notare che più della metà di siffatto aumento, nel secondo semestre dell'anno, ha semplicemente compensato i ritiri durante il primo semestre, cosicchè, per l'insieme dell'anno, l'indebitamento delle banche americane verso l'estero si accrebbe di soli 265 milioni di dollari. Ciò che conferisce a questi capitali in cerca di rifugio una cospicua influenza sui mercati dei cambi e può indurre ad esagerarne l'importanza rispetto a fattori più profondi, quali sono i saldi per conto del commercio e le aperture di crediti commerciali, è il loro carattere di instabilità, piuttosto che la loro grandezza assoluta.

Al principio del 1939 è aumentata l'importanza relativa dei movimenti di capitali. Dal 1° gennaio al 18 aprile 1939 le importazioni di oro negli Stati Uniti sono ammontate a oltre un miliardo di dollari, di cui forse un quarto può aver servito all'acquisto di merci mentre il resto rappresenta principalmente un trasferimento di disponibilità a breve termine per conto privato verso il mercato di Nuova York. Le spedizioni di oro possono attribuirsi in gran parte a operazioni delle autorità monetarie, le quali hanno voluto mettersi in grado di far fronte alle domande di dollari sui mercati dei cambi. Sembra che a Londra sia continuato, con ritmo crescente, l'afflusso di oro già tesoreggiato, ma la diminuzione del tesoreggiamento nel Regno Unito sembra subire una limitazione dal fatto che negli Stati Uniti non è ammesso conservare oro per conto di privati.

Nel 1938, l'aumento totale delle scorte auree degli Stati Uniti — \$1750 milioni — si ragguaglia all'aumento mondiale delle riserve dichiarate delle banche d'emissione e dei governi. La tabella seguente mostra, per ciascun paese, le riserve pubblicate alla fine degli anni 1936, 1937 e 1938; i paesi sono ripartiti in tre gruppi secondo che nel 1938 le riserve aumentarono (gruppo 1°) rimasero praticamente invariate (gruppo 2°) oppure diminuirono (gruppo 3°).

A parte gli Stati Uniti, i paesi in cui, nel 1938, le scorte auree si sono maggiormente accresciute, sono la Svezia, i Paesi Bassi, la Svizzera e l'Africa del Sud. Ma, nell'insieme, i loro aumenti rappresentano meno del 13% di quelli degli Stati Uniti. Le scorte di oro della Sveriges Riksbank sono aumentate di \$77 milioni, ovvero 317 milioni di corone svedesi (al prezzo dell'oro alla fine dell'anno). Contemporaneamente le disponibilità in divise della Riksbank sono diminuite di 226 milioni di corone (ai cambi correnti di mercato) di modo che la maggior parte degli acquisti di oro rappresenta conversione di divise. Nel 1938 il gruppo delle partite correnti della bilancia svedese dei pagamenti ha presentato un'eccedenza attiva di circa 40 milioni di corone, contro 180 milioni l'anno precedente. E' difficile stimare accuratamente i movimenti di capitali, quando si ponga mente al fatto che, in parte, non figura nelle statistiche disponibili una massa considerevole di operazioni di varia natura colle quali gli esportatori svedesi assicurano i loro crediti su altri paesi contro il rischio di deprezzamento monetario.

L'aumento delle scorte auree della Banca neerlandese, circa 115 milioni di fiorini, avvenne nel primo trimestre del 1938. Dall'aprile al novembre, le riserve rimasero invariate e diminuirono in dicembre, per la prima volta dall'autunno 1936, di 20 milioni di fiorini. Inoltre, sembra che il Fondo cambi abbia acquistato oro fino alla metà dell'aprile 1938 e ne abbia perduto negli ultimi mesi dell'anno. Per la Banca nazionale svizzera l'aumento di 210

**Riserve auree palesi di banche d'emissione e governi**

Paesi	Fine 1936	Fine 1937	Perdite (-) o aumenti (+) nel 1937	Fine 1938 1)	Perdite (-) o aumenti (+) nel 1938
	in milioni di dollari (a \$35 per oncia d'oro fino)				
<b>1° gruppo:</b>					
Stati Uniti d'America	11.258	12.760	+ 1.502	14.512	+ 1.752
Svezia	240	244	+ 4	321	+ 77
Paesi Bassi	490	930	+ 440	995	+ 65
Swizzera	655	648	- 7	698	+ 51
Africa del Sud	203	189	- 14	220	+ 31
Romania	114	120	+ 6	133	+ 13
Ungheria	25	25	0	37	+ 12
Norvegia	98	82	- 16	94	+ 12
Canada	188	184	- 4	192	+ 8
Colombia	19	16	- 3	24	+ 8
Jugoslavia	48	51	+ 3	57	+ 6
Messico	46	24	- 22	29	+ 5
Grecia	26	24	- 2	27	+ 3
Cina	8	16	+ 8	18	+ 2
Lettonia	15	15	0	17	+ 2
Polonia	75	83	+ 8	85	+ 2
Giava	60	79	+ 19	90	+ 11
Marocco	8	5	- 3	6	+ 1
Regno Unito	2.584	2.689 <sup>2)</sup>	+ 105	2.690 <sup>3)</sup>	+ 1
<b>Totale</b>	<b>16.160</b>	<b>18.184</b>	<b>+ 2.024</b>	<b>20.236</b>	<b>+ 2.062</b>
<b>2° gruppo:</b>					
Algeria	14	14	0	14	0
India britannica	275	274	- 1	274	0
Brasile	25	32	+ 7	32	0
Bulgaria	20	24	+ 4	24	0
Cile	29	30	+ 1	30	0
Danzica	6	5	- 1	5	0
Danimarca	54	53	- 1	53	0
Egitto	55	55	0	55	0
Estonia	15	15	0	15	0
Nuova Zelanda	23	23	0	23	0
Portogallo	68	69	+ 1	69	0
Turchia	26	29	+ 3	29	0
<b>Totale</b>	<b>610</b>	<b>623</b>	<b>+ 13</b>	<b>623</b>	<b>0</b>
<b>3° gruppo:</b>					
Perù	20	20	0	19	- 1
Lituania	12	13	+ 1	11	- 2
Finlandia	35	27	- 8	25	- 2
Germania	46	48	+ 2	45	- 3
Uruguay	77	74	- 3	69	- 5
Ceco-Slovacchia	91	92	+ 1	83	- 9
Belgio	632	597	- 35	581	- 16
Italia	208	210	+ 2	193	- 17
Argentina	501	469	- 32	431	- 38
Giappone	453	261	- 192	164	- 97
Francia	2.995	2.564	- 431	2.435	- 129
<b>Totale</b>	<b>5.080</b>	<b>4.375</b>	<b>- 705</b>	<b>4.056</b>	<b>- 319</b>
<b>Totale generale<sup>2)</sup></b>	<b>21.900</b>	<b>23.250</b>	<b>+1.350</b>	<b>25.000</b>	<b>+1.750</b>

1) Cifre in parte stimate.

2) Cifre in parte stimate, in parte comprendenti anche altri paesi (eccettuati l'U. R. S. e la Spagna).

3) Non include il Fondo di perequazione dei cambi: 30 settembre 1937, \$1395 milioni e 30 settembre 1938, \$759 milioni.

milioni di franchi nelle riserve auree fu quasi interamente compensato da una riduzione corrispondente nel portafoglio divise. Nel corso dell'anno si sono avuti alternativamente afflussi ed efflussi di capitali sul mercato svizzero, ma soltanto entro limiti ristretti. Inoltre, si ritiene che il gruppo delle partite correnti della bilancia svizzera dei pagamenti si sia mantenuto in equilibrio. L'aumento di 6 milioni di sterline nelle scorte auree della Banca di riserva dell'Africa del Sud riflette la persistente prosperità del paese, il quale si avvantaggia degli alti prezzi a cui è venduta la produzione d'oro.

Gli incrementi nelle riserve auree di altri paesi provengono in taluni casi dalla produzione interna dell'oro, come in Romania, ed in altri casi dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti, come in Norvegia, mentre per l'Ungheria l'aumento dipende principalmente dal trasferimento dell'oro dalla voce "attività diverse" alla riserva aurea.

Tra i paesi che, alla fine del 1938, si trovano con minori riserve auree va notato il Belgio, con una diminuzione netta di 646 milioni di franchi belga per la Banca nazionale (il cui portafoglio divise si è esso pure ridotto di 176 milioni) diminuzione che va collegata ad un trasferimento d'oro dal Tesoro alla Banca per 2480 milioni di franchi belga. Poichè si ritiene che il gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti si presenti in equilibrio, tali diminuzioni di oro e di divise rappresentano il risultato di movimenti varii di capitali, e cioè ritiri da parte dell'estero, uscita di franchi belga, rimborsi di prestiti esteri, operazioni di credito compiute da società belga su mercati esteri ecc. La perdita di oro e di divise da parte dell'Argentina riflette il forte disavanzo della bilancia commerciale, e la perdita effettiva è stata anche maggiore di quanto non mostrino le situazioni del Banco central (126 milioni di pesos argentini) poichè il Fondo cambi ha ceduto oro nel corso dell'anno. Le riserve auree della Banca del Giappone che, al principio del 1938 si elevavano a 801 milioni di yen, si riducevano a 300 milioni in luglio, al momento in cui fu costituito un fondo ricorrente per facilitare l'importazione delle materie prime necessarie per mantenere inalterato il livello delle esportazioni. Gli invii di oro agli Stati Uniti, per conto giapponese, ammontanti a 169 milioni di dollari nel 1938, includono oro di nuova estrazione (la produzione nel Giappone e nella Corea si valuta a circa 50 milioni di dollari) nonchè oro offerto dal pubblico.

La riduzione delle riserve auree della Banca di Francia è dovuta al trasferimento al Fondo cambi, il 3 febbraio 1938, di circa 4 miliardi di franchi (al prezzo di allora sul mercato). Quando, nel novembre, si procedette alla rivalutazione delle riserve, non si fece luogo ad analogo trasferimento, in quanto il profitto che ne risultò venne destinato alla diminuzione del debito dello Stato verso la Banca. Se si confrontano le scorte complessive della Banca e del Fondo cambi al principio ed alla fine dell'anno, sembra esservi stato un guadagno netto di oro; e difatti, nel 1938, la bilancia francese dei pagamenti, tanto nel gruppo delle partite correnti quanto nel conto capitali, è rimasta sostanzialmente in equilibrio.

3. RIVALUTAZIONE DELLE RISERVE AUREE E VARIAZIONI  
NELLA CIRCOLAZIONE DEI BIGLIETTI.

La prima questione che si presenta quando si tratta di rivalutare le riserve auree di un paese è, naturalmente, quella se una tale rivalutazione si debba fare o meno; se a questa domanda si dà una risposta affermativa, resta da decidere a quale valore l'oro debba venire computato ed a quali scopi sia da devolvere il cosiddetto "profitto di rivalutazione".

Allorchè, in gennaio 1934, gli Stati Uniti rivalutarono le loro scorte auree monetarie sulla nuova base di \$35 per oncia di oro fino, essi si scostarono da una tradizione. Quando in passato si erano fatte rivalutazioni, il prezzo nazionale dell'oro era stato fissato definitivamente mediante una stabilizzazione legale della moneta; invece la nuova legge monetaria americana (American Gold Reserve Act) prevede la possibilità di modificare, entro determinati limiti, il valore aureo del dollaro. Gli utili di rivalutazione ammontarono a \$2812 milioni, di cui \$2000 milioni furono assegnati ad un fondo di stabilizzazione dei cambi, mentre i rimanenti \$812 milioni vennero riportati separatamente sulla situazione del Tesoro; di questi ultimi, \$642 milioni furono utilizzati negli anni seguenti per ritirare buoni dotati dello stesso potere liberatorio dei biglietti delle banche nazionali; del rimanente, \$142 milioni continuano a figurare nel "Fondo generale" del Tesoro. La rivalutazione nel Belgio, nel 1935 e 1936, fu invece connessa al ripristino del regime aureo con un valore fisso per il belga. Il precedente americano è stato seguito da un numero crescente di paesi.

Nell'autunno del 1936, quando cessò di esistere il blocco dell'oro, l'Italia, la quale — come la Francia e la Svizzera — aveva fissato il valore della sua moneta in rapporto al dollaro degli Stati Uniti, conservando in tal modo la possibilità di variarne, entro certi limiti, il valore rispetto all'oro, rivalutò le sue riserve auree. L'utile contabile che la Banca d'Italia accreditò al conto del Tesoro fu di circa 1380 milioni di lire. In Svizzera l'utile contabile di 538,6 milioni di franchi fu assegnato ad un Fondo stabilizzazione cambi le cui risorse sono state conservate sotto forma di oro, divise o franchi svizzeri. Di tanto in tanto si sono avanzate proposte per "l'utilizzazione" dei profitti di rivalutazione del fondo cambi: la Banca nazionale svizzera ha energicamente affermato che il loro impiego da parte delle autorità centrali o locali avrebbe avuto ripercussioni monetarie sfavorevoli; essa si dichiarò però, nel 1938, disposta ad accordare facilitazioni di sconto alla Federazione ed ai Cantoni. Le deliberazioni che seguirono prevedono la possibilità che la Banca accordi, tanto all'una che agli altri, un credito di 75 milioni di franchi svizzeri ad un tasso inferiore al saggio ufficiale di sconto, rimborsabile a suo tempo mediante la partecipazione della Federazione e dei Cantoni agli utili della rivalutazione.

In Francia, la legge monetaria del 1° ottobre 1936 prescrisse la rivalutazione delle riserve auree della Banca di Francia al prezzo corrispondente al limite superiore fissato per il valore del franco. Sugli utili contabili, 10 miliardi di franchi furono trasferiti ad un Fondo di stabilizzazione dei cambi e circa 7 miliardi furono utilizzati per aumentare il margine delle anticipazioni allo Stato. Inoltre, fu decretato che quando si facesse luogo alla liquidazione del Fondo cambi, gli utili risultanti dalla stabilizzazione del franco dovessero essere devoluti all'ammortamento del debito pubblico (non necessariamente al rimborso delle anticipazioni della Banca di Francia). Nel 1937 si procedette ad una seconda rivalutazione, e l'utile contabile di circa 7 miliardi di franchi fu devoluto ad un Fondo di sostegno delle rendite di Stato. Contemporaneamente venne data assicurazione alla Banca di Francia che una somma della stessa grandezza, "con diritti di priorità a favore della Banca", sarebbe stata accantonata, sui proventi dei Fondi cambi e sostegno rendite, per rimborsare le sue anticipazioni allo Stato. Questa garanzia fu rafforzata da una legge, nell'aprile 1938, la quale prescrisse la "priorità" nell'assegnamento del totale delle risorse dei due Fondi, a favore del rimborso delle anticipazioni della Banca.

Nel novembre 1938, in dipendenza dal piano di riforma Reynaud, si addivenne ad una terza rivalutazione che fruttò un utile contabile di circa 31 1/2 miliardi di franchi francesi. A quest'epoca le anticipazioni "provvisorie" della Banca allo Stato si elevavano a circa 52 miliardi di franchi; alla loro liquidazione totale fu provvisto mediante l'immediato depennamento di 31 1/2 miliardi di franchi sull'utile della rivalutazione e, per il resto, garantendo che le risorse dei Fondi cambi e sostegno rendite, all'atto della liquidazione, verrebbero definitivamente erogate in rimborsi fino a concorrenza di circa 21 miliardi di franchi. Contemporaneamente le anticipazioni "permanenti" della Banca allo Stato furono portate da 3,2 miliardi di franchi (cifra fissata nel 1928) a 10 miliardi di franchi, cifra meglio corrispondente al nuovo valore del franco ed alle maggiori dimensioni del bilancio.

Il contenuto di 27,5 milligrammi di oro a 900 millesimi, sul quale la terza rivalutazione era stata basata, corrisponde al cambio di 35,8 franchi francesi per dollaro; colla sterlina a \$4,68, il cambio della sterlina si stabilirebbe a 167,5 franchi francesi. Questo si può considerare, in un certo senso, come il limite superiore del valore del franco, il limite inferiore essendo di 179 franchi per sterlina, come annunciato dal Governo nel maggio 1938.

Le disponibilità attribuite originariamente al Fondo cambi francese, in ottobre 1936, ammontarono a 10 miliardi di franchi oro, sulla base allora adottata per la rivalutazione. A seguito degli ulteriori cambiamenti nel contenuto aureo del franco, le risorse del Fondo sono salite a circa 14 miliardi di franchi attuali. Nel maggio 1938, quando il Fondo, per acquistare oro, ebbe pressochè

esaurite le sue disponibilità franchi, fu annunciato che il Ministero delle finanze ed il Fondo sostegno rendite avrebbero fatto di tanto in tanto delle anticipazioni al Fondo cambi. Tali anticipazioni furono fatte, una prima volta nel maggio, poi nel novembre. Inoltre, nell'aprile 1939 il Ministro delle finanze trasferì, dal Fondo alla Banca di Francia, oro per 5 miliardi, la cui contropartita venne ad accrescere le disponibilità del Fondo in franchi, utilizzabili per ulteriori acquisti di oro.

Una modificazione degli statuti della Banca nazionale d'Ungheria, nell'estate 1938, autorizzò la valutazione delle riserve oro e divise della banca, ogni trimestre, al cambio medio del mercato di Budapest durante l'ultima quindicina del trimestre precedente. Questo è il primo esempio d'applicazione del principio del cambio variabile alla valutazione delle riserve auree sulla base delle quotazioni del mercato nazionale. (Nel Canada fu prescritta nel 1934 la valutazione al prezzo corrente dell'oro sul mercato di Nuova York, cioè su un mercato estero.) La prima situazione stabilita in base alle nuove norme fu pubblicata il 15 gennaio 1939; in essa l'oro è stato valutato a 5700 pengö per chilogrammo d'oro fino, contro il prezzo precedente di 3800 pengö (meno 6 pengö per diritti di conio). L'incremento del valore contabile delle attività, risultante dalla rivalutazione, non modificò la cifra indicata come "riserva metallica", ma alterò quella delle scorte di oro e divise comprese nelle "attività diverse", le quali aumentarono di 69 milioni di pengö. Nel bilancio della Banca non figurò un utile di rivalutazione, poichè il maggior valore contabile dell'oro e delle divise fu compensato dalla rivalutazione di talune passività in oro.

Per la rivalutazione in Finlandia, nel dicembre 1938, venne applicato il consueto principio del valore fisso. La riserva aurea della Banca di Finlandia doveva, secondo una modificazione degli statuti, venir rivalutata al prezzo massimo di 50.000 marchi finlandesi per chilogrammo di oro fino, cioè ad un valore massimo che era inferiore di 8% al prezzo corrente di mercato. Nel nuovo bilancio della Banca, la riserva aurea figura in aumento di 508 milioni di marchi finlandesi, e la scorta di divise estere, anch'essa rivalutata, in aumento di circa 180 milioni. Però questi incrementi furono in parte compensati dalla riduzione di circa 250 milioni di marchi nelle "attività diverse", voce sotto la quale venivano registrate le differenze tra il prezzo effettivo ed il prezzo legale al quale erano effettuati gli acquisti d'oro e divise dopo la svalutazione del 1931. L'effettivo profitto contabile fu utilizzato per aumentare da 1000 a 1250 milioni di marchi il capitale della banca ed il residuo venne trasferito in un "conto conguagli di valutazioni" compreso nella voce "diversi" del passivo. Lo scopo principale del sistema adottato per la rivalutazione in Finlandia fu quello di allargare il limite d'emissione di biglietti. Negli ultimi anni la "riserva di biglietti" della Banca di Finlandia, espressione con cui si intende la quantità di biglietti non ancora emessi,

era caduta a meno di 500 milioni di marchi finlandesi. Mercè la rivalutazione della riserva aurea e l'aumento, in base ad una modificazione degli statuti, dell'emissione fiduciaria da 1200 a 1800 milioni, la "riserva di biglietti" fu portata a più di 1500 milioni.

Nel marzo 1939, la Eesti Pank procedette alla rivalutazione della riserva aurea sulla base del prezzo dell'oro a Londra il 28 giugno 1933, giorno della svalutazione della corona estone. La differenza fra il prezzo dell'oro a quella data (122 scellini e 4 denari per oncia di oro fino) ed il prezzo corrente di mercato fu lasciata come riserva da utilizzarsi al momento della futura stabilizzazione. L'utile contabile della rivalutazione ammontò a 6,6 milioni di corone estoni, di cui 2,5 milioni furono trasferiti al Ministero delle finanze ed i rimanenti 4,1 milioni ad un fondo speciale di riserva destinato a rafforzare la posizione generale della Eesti Pank.

La determinazione, presa al principio del 1939, di rivalutare l'oro del Dipartimento d'emissione della Banca d'Inghilterra va posta in relazione al trasferimento di oro per 350 milioni di sterline (al prezzo corrente di circa 148 $\frac{1}{2}$  scellini per oncia di oro fino) dalla Banca al Fondo di perequazione dei cambi. Dal 1932 al 1938 la Banca aveva acquistato dal Fondo, al vecchio prezzo di 85 scellini per oncia di oro fino, oro per circa 200 milioni di sterline equivalente a circa 350 milioni al prezzo corrente. Le scorte auree del Fondo essendosi grandemente ridotte alla fine del 1938, il metallo acquistato dalla Banca fu ritrasferito al Fondo e restituito così alla sua primitiva funzione di difesa della sterlina. Poichè nel Dipartimento d'emissione l'oro seguitava ad essere computato a 85 scellini per oncia, la riserva aurea della Banca subì una riduzione di circa 200 milioni di sterline, compensata nel Dipartimento stesso da un ammontare approssimativamente eguale di titoli ceduti dal Fondo. Naturalmente quest'operazione ebbe una ripercussione sull'emissione fiduciaria.

In base alla legge monetaria del 1934, l'ammontare normale della circolazione fiduciaria era di 260 milioni di sterline, ma esso fu ridotto successivamente, per decisione ministeriale, a 200 milioni. Fu altresì per decisione ministeriale che l'emissione fiduciaria venne rivalutata a 400 milioni di sterline, all'inizio del 1939, in seguito al trasferimento di oro suindicato. Si ritenne tuttavia, che un cambiamento così importante dovesse venire sanzionato dal Parlamento, ma la legge che fu votata prescrisse anche la rivalutazione delle attività del Dipartimento d'emissione della Banca. Pertanto, l'oro rimasto al Dipartimento stesso fu rivalutato da 126 milioni di sterline (al vecchio prezzo) a 221 milioni (a 148 scellini e 5 denari) 5 milioni venendo ulteriormente ripresi dal Fondo per portare il totale a 226 milioni. Mercè questo aumento di 100 milioni fu possibile limitare la cifra della circolazione fiduciaria a 300 milioni, rimanendo immutata la facoltà del Tesoro di autorizzare varianti temporanee. In base alla nuova norma, l'oro

e le altre attività del Dipartimento d'emissione debbono essere rivalutate ogni settimana al prezzo corrente certificato dalla Banca d'Inghilterra. La tabella seguente illustra i cambiamenti avvenuti:

Banca d'Inghilterra — Dipartimento d'emissione  
(milioni di sterline)

Epoca	Oro nel Dipartimento di emissione 1	Emissione fiduciaria 2	Biglietti emessi dal Dipartimento di emissione 3 (1+2)	Biglietti conservati nel Dipartimento bancario 4	Circolazione effettiva 5 (3-4)
4 gennaio 1939 .	326	230*	556	68	488
11 gennaio 1939 .	126	400	526	51	475
1° marzo 1939 .	226	300	526	48	478

\* L'emissione fiduciaria fu aumentata temporaneamente da 200 a 230 milioni di sterline per il periodo delle feste natalizie; sarebbe ridiscesa a £200 milioni l'11 gennaio 1939, se non avesse avuto luogo il trasferimento di oro e l'aumento a 400 milioni di sterline dell'emissione fiduciaria.

Nella rivalutazione settimanale dell'oro e delle altre attività del Dipartimento d'emissione, in base ai prezzi correnti, è ammesso un conguaglio fra il Dipartimento ed il Fondo, allo scopo di compensare le variazioni che possono influire sull'ammontare dell'emissione di biglietti. Il Cancelliere dello Scacchiere mise in luce, alla Camera dei Comuni, il fatto che la rivalutazione periodica settimanale costituisce una novità nel meccanismo e non ha nessun rapporto coll'eventuale stabilizzazione definitiva sulla base dell'oro o con qualsiasi altro provvedimento di alta politica.

Per effetto della rivalutazione, 95 milioni di sterline in titoli furono ceduti dal Dipartimento di emissione alla Banca d'Inghilterra e trasferiti al Fondo di perequazione dei cambi, allo scopo di costituire una riserva di capitale. Per effetto del trasferimento di oro, nel gennaio 1939, e di quest'ulteriore trasferimento di titoli, il Fondo si è trovato ad avere maggiori scorte di oro e di sterline; sono pertanto aumentate le sue possibilità di neutralizzare un afflusso od un efflusso di denaro. Nessuna questione di principio è sorta circa la ripartizione degli utili provenienti dalla rivalutazione dell'oro, poichè, già per effetto della legge monetaria del 1928, spettano al Tesoro tutti gli eventuali utili del Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra e, naturalmente, esso è proprietario di tutte le attività del Fondo di perequazione dei cambi. I 95 milioni di sterline provenienti dalla rivalutazione non hanno potuto essere considerati come profitti nel senso ordinario; si ritenne cioè di doverli considerare non come un reddito fiscale, bensì come se si trattasse di un plusvalore di capitale non spendibile.

Oltre i paesi sopra menzionati (Stati Uniti, Belgio, Italia, Svizzera, Francia, Finlandia, Estonia, Ungheria e Regno Unito) altri paesi in gran numero come,

per esempio, il Canada, l'Argentina, la Romania, il Giappone e la Lettonia, hanno rivalutato le loro riserve auree negli ultimi anni. Nel marzo 1939, circa 90% dell'ammontare globale di oro monetario del mondo era stato rivalutato (escluse le riserve dell'U.R.S.S. sulle cui quantità e sul relativo metodo di valutazione non si posseggono informazioni recenti). Fra i paesi che non hanno ancora proceduto alla rivalutazione, quello che possiede maggiori riserve auree è l'Olanda; nello stesso gruppo si annoverano anche i tre paesi scandinavi — Danimarca, Norvegia e Svezia — nonché parecchi paesi dell'Impero britannico: l'Africa del Sud, l'India ecc. La maggior parte di questi paesi posseggono riserve monetarie sufficientemente ampie, anche se valutate al vecchio prezzo dell'oro, e pertanto, non hanno urgenza di rivalutarle. Uno sviluppo interessante, nei recenti mesi, è costituito dai provvedimenti delle autorità finlandesi e britanniche per rivalutare, al prezzo corrente, le loro scorte auree allo scopo di aumentare la copertura della circolazione di biglietti.

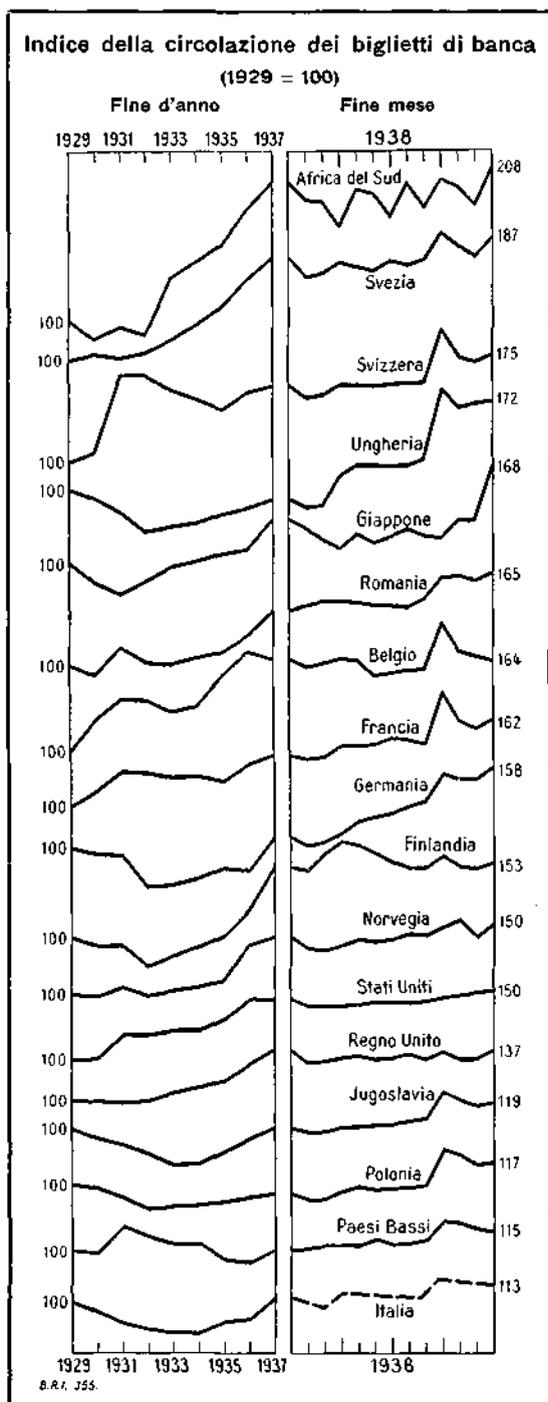
Il grafico alla pagina seguente mostra, per una serie di paesi, le variazioni settimanali della circolazione dei biglietti tra il 1929 ed il 1937 e le variazioni mensili durante il 1938, espresse sotto forma di indice, preso come base il 1929.

Nell'autunno del 1938 si è avuta una temporanea espansione della circolazione di biglietti nella maggior parte dei paesi; l'aumento, che normalmente si verifica al termine del terzo trimestre, fu intensificato per effetto del maggior fabbisogno di contante da parte delle amministrazioni pubbliche e della maggior domanda delle aziende e dei privati, preoccupati di aumentare le loro disponibilità di cassa per timore che possibili moratorie o altri ostacoli si frapponessero ai pagamenti in corso. Nei mesi successivi si riscontra, nella maggior parte dei paesi, il ritorno dei biglietti emessi in settembre, ma l'aumento nel detto mese non fu completamente riassorbito.

L'accrescimento progressivo della circolazione che si nota nel corso degli ultimi anni, in qualche caso dipende chiaramente dall'aumento del reddito nazionale, ma, in altri, appare sorprendentemente alto quando si pensi che i prezzi delle merci sono rimasti generalmente ad un livello più basso rispetto al 1929. Parecchie banche centrali hanno investigato sui problemi che si riconnettono al volume dell'emissione di biglietti, ma è riuscito tutt'altro che facile scoprire le ragioni dei cambiamenti di volume, come anche spesso non è stato agevole rendersi conto della distribuzione dei biglietti fra le varie categorie di detentori.

Per quello che riguarda gli Stati Uniti, uno studio apparso nel Bollettino della Riserva federale del dicembre 1938, attribuisce il costante aumento della circolazione principalmente all'accrescimento del risparmio conservato in biglietti, nonché ad una tendenza a tenere in biglietti, piuttosto che in deposito presso le banche, il denaro occorrente per i pagamenti quotidiani. La prima tendenza

è messa in evidenza dal maggior numero di banconote di grosso taglio (\$50 e più) in circolazione e si spiega in gran parte come strascico delle difficoltà bancarie sperimentate nei primi anni dopo il 1930 e come naturale reazione del pubblico alla diminuzione dei tassi d'interesse corrisposti sui depositi a



risparmio e su quelli vincolati. Anche il maggior fabbisogno di contante per i pagamenti giornalieri ebbe la sua origine dalle difficoltà bancarie e specialmente dall'assenza di banche in taluni piccoli centri, nonché dal generalizzarsi delle commissioni applicate al servizio degli assegni bancari. Può anche darsi che il pagamento di sussidi ad un gran numero di persone che non hanno conti in banca abbia accresciuto la domanda di banconote. Infine va rilevato che le banche commerciali hanno aumentato le loro scorte di contante in cassa per circa 300 milioni di dollari a partire dal 1933; quando le banche posseggono vaste eccedenze di riserve viene meno per esse la necessità di ridepositare i biglietti di cui non hanno bisogno.

Taluni fattori che spiegano l'aumento della circolazione negli Stati Uniti si ritrovano indubbiamente in altri paesi, ma qua e là si scoprono anche altri elementi speciali.

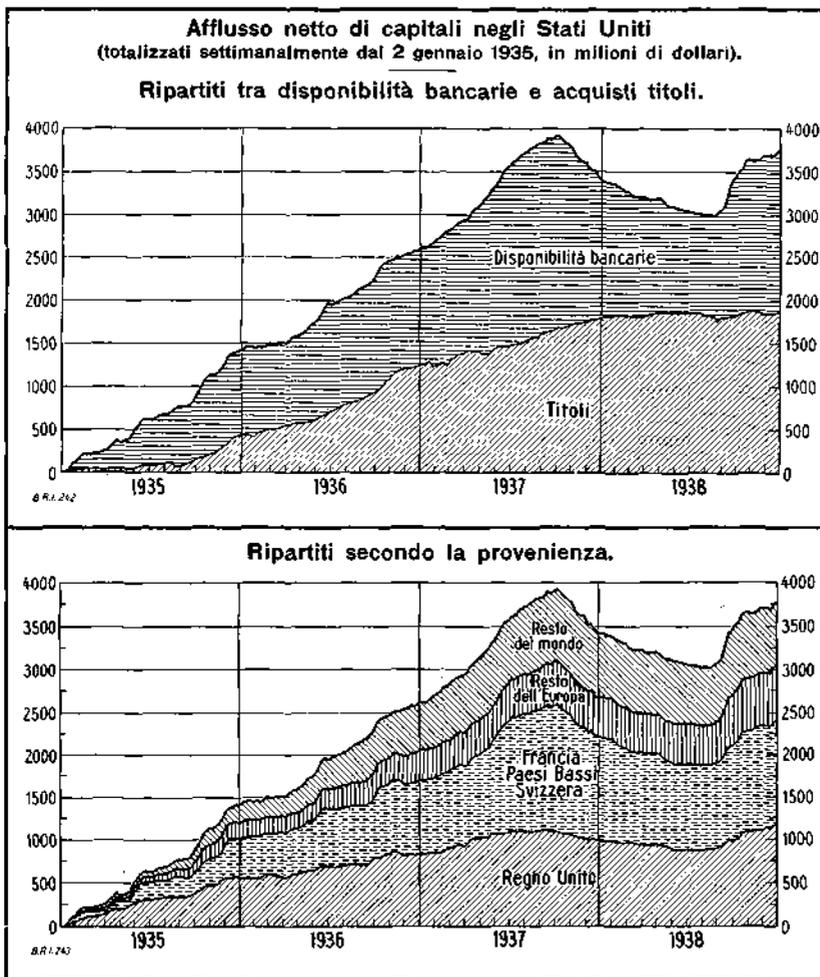
L'aumento nella circolazione di biglietti in Germania nel 1938 fu di 2700 milioni di marchi, e di questi 1125 milioni occorsero in seguito all'annessione dell'Austria e del territorio sudetico. Per la Svizzera, come per altri paesi, occorre tener conto del volume, difficile

da fissare, dei biglietti detenuti all'estero. In Romania l'aumento nel 1938 si ricollega strettamente all'espansione delle anticipazioni all'industria e di altro genere consentite dalla Banca nazionale, e per il Giappone si ritrovano le ripercussioni delle ostilità in Cina nel maggior fabbisogno di contante da parte tanto dello Stato quanto del pubblico, a causa dell'aumento dei prezzi. In Italia, invece, la circolazione di biglietti è stata rigorosamente mantenuta ad un basso livello.

L'abbandono del regime aureo non significa l'abbandono dell'oro né quale strumento per il regolamento dei conti fra i diversi paesi, né quale copertura per la circolazione nazionale a norma degli statuti delle banche centrali. Indubbiamente si accorda ora maggiore attenzione alla decisione presa dalla Conferenza di Londra nel 1933, e cioè "che, nelle condizioni attuali, l'oro monetario occorre non per la circolazione interna, ma come riserva a fronte delle passività della banca centrale e soprattutto per far fronte ad eccezionali necessità cagionate da squilibri nella bilancia dei pagamenti". Se da una parte il grande movimento internazionale dell'oro indica a quale punto il metallo continua ad essere usato per i regolamenti internazionali, d'altra parte la legislazione recente fornisce esempi interessanti del legame che si continua a conservare fra la riserva aurea ed il volume dei biglietti in circolazione.

#### IV. I MOVIMENTI DI CAPITALI E L'INDEBITAMENTO INTERNAZIONALE.

Il 1938 è stato un anno di bruschi cambiamenti nei movimenti di capitali tra i principali paesi creditori. L'esodo di capitali dagli Stati Uniti, cominciato nell'autunno 1937, ha continuato durante la prima metà del 1938; il totale dei capitali usciti in dieci mesi fino a tutto luglio ammonta a quasi 1 miliardo di dollari. Questo esodo, principalmente di capitali in cerca di rifugio sicuro, fu cagionato dal timore che la gravità della depressione economica negli Stati Uniti producesse complicazioni monetarie. Successivamente, nell'estate del 1938, s'ebbe la ripresa alla borsa di Nuova York; cominciarono a diffondersi timori sull'avvenire della sterlina e, un po' più tardi, aumentò la tensione politica in Europa. Quando quest'ultima, nel settembre, raggiunse la fase acuta, s'iniziò una fuga di capitali dall'Europa per effetto della quale in due mesi ne riaffluirono agli Stati Uniti per 600 milioni di dollari. Mai prima si era avuta una



così brusca inversione di movimento.

L'esodo continuò a ritmo rallentato in novembre e dicembre, ricominciando ad intensificarsi sul principio del 1939. Lo spettro della guerra, oltre a provocare questi movimenti in massa di capitali tra un paese e l'altro, ha perfino dato luogo a disinvestimenti all'interno dei sin-

**Afflusso netto di capitali negli Stati Uniti.**  
(Milioni di dollari)

Epoca	Totale generale	Fondi bancari			Saldo degli Agenti di cambio	Titoli		
		Totale	Esteri	Stati Uniti		Totale	Stati Uniti	Esteri
1935, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	259	212	1) 58	2) 154	21	26	6	32
	357	314	156	158	9	34	22	12
	283	212	137	76	0	71	75	4
	514	226	253	26	24	311	226	85
1936, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	98	3	25	28	6	100	111	11
	438	259	201	59	16	163	97	66
	334	126	120	7	7	201	109	92
	327	9	32	23	10	328	284	44
1937, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	323	171	191	21	9	161	158	3
	631	546	491	55	14	70	6	76
	350	183	131	52	14	154	56	98
	502	644	575	69	16	127	37	90
1938, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	203	234	219	15	7	24	12	35
	161	195	164	31	4	30	5	25
	407	449	375	74	6	48	30	18
	326	272	272	1	17	71	86	15
1935, Gen.-Dic.	1412	965	603	361	6	442	317	125
1936, Gen.-Dic.	1196	397	327	70	7	792	601	191
1937, Gen.-Dic.	802	256	238	18	35	512	245	267
1938, Gen.-Dic.	369	293	264	29	0	76	49	27
<b>Totale dal 1935 al 1938</b>	<b>3779</b>	<b>1911</b>	<b>1433</b>	<b>478</b>	<b>48</b>	<b>1821</b>	<b>1211</b>	<b>610</b>

Epoca	Paesi di provenienza							
	R. U.	Francia	Olanda	Svizzera	Resto Europa	Canada	America latina	Estremo Oriente
1935, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	141	25	9	8	37	10	27	19
	167	89	39	20	30	10	11	11
	72	14	34	42	58	2	27	61
	175	110	32	61	66	22	7	38
1936, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	6	12	10	43	6	2	32	2
	122	18	73	75	33	28	40	43
	98	36	3	50	71	113	17	27
	49	98	35	38	57	12	42	11
1937, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	98	9	37	28	41	9	135	14
	152	35	90	256	34	11	45	24
	27	5	34	118	78	45	26	27
	112	56	79	130	52	70	3	3
1938, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	56	15	52	63	1	28	10	37
	49	29	6	60	16	11	12	47
	94	71	32	20	112	1	31	27
	203	31	26	50	53	32	53	10
1935, Gen.-Dic.	555	210	115	130	191	0	71	128
1936, Gen.-Dic.	274	89	115	205	167	150	130	56
1937, Gen.-Dic.	164	18	82	272	101	44	209	41
1938, Gen.-Dic.	192	58	13	54	179	51	21	68
<b>Totale dal 1935 al 1938</b>	<b>1186</b>	<b>340</b>	<b>325</b>	<b>554</b>	<b>638</b>	<b>157</b>	<b>390</b>	<b>157</b>

1) Aumento degli impegni delle banche americane verso l'estero.  
2) Diminuzione degli averi all'estero delle banche americane.

goli paesi in quelle zone che si temeva potessero divenire campi di battaglia.

Ma lo spettacolo dei grandi movimenti di capitali spinti dalla paura da un mercato all'altro non deve far perdere di vista l'azione continua delle forze economiche nascoste. I cambiamenti nelle correnti del commercio, nell'equilibrio relativo tra i prezzi, negli investimenti all'estero e nella ripartizione dell'oro di nuova estrazione producono i loro effetti sui trasferimenti di capitali e introducono, nel quadro generale, degli elementi che dipendono dall'evoluzione della situazione economica e monetaria del mondo.

Per farsi una giusta idea del vero carattere dei movimenti di capitali verso gli Stati Uniti è necessario gettare uno

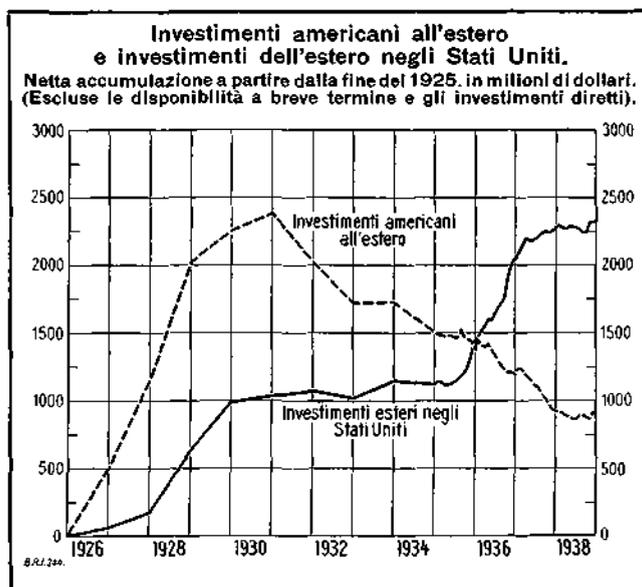
sguardo d'insieme sugli ultimi anni. Durante il 1935 ed il 1936 l'afflusso netto di capitali negli Stati Uniti, in quanto accertato, si produsse con una certa regolarità nella misura di poco più di \$100 milioni al mese, tranne, di tanto in tanto, qualche accentuazione; il movimento si accelerò nei primi nove mesi del 1937, in cui la media mensile salì a circa 150 milioni di dollari. A quel momento la corrente a senso unico fu, per la prima volta da più di tre anni, realmente arrestata e s'ebbero, in senso inverso, dieci mesi di costante rimpatrio di capitali fino al luglio 1938, ad un ritmo però che diminuì da una media mensile di \$170 milioni nell'ultimo trimestre del 1937 a \$60 milioni per ciascuno dei primi sette mesi del 1938.

Successivamente si è avuta una rapida inversione della tendenza: il riflusso verso gli Stati Uniti passò bruscamente da \$70 milioni nell'agosto 1938 a \$390 milioni in settembre, diminuendo lentamente a \$220 milioni in ottobre e più rapidamente a \$110 milioni nel bimestre novembre-dicembre. I movimenti in settembre e ottobre 1938 consistettero prevalentemente in fondi bancari e dipesero visibilmente dalle condizioni politiche in Europa. In questi due mesi le esportazioni di oro verso gli Stati Uniti raggiunsero il livello senza precedenti di oltre 500 milioni di dollari al mese, cifra doppia di quella massima raggiunta durante la "fuga dall'oro" nella primavera del 1937. I dati essenziali delle statistiche particolareggiate dei movimenti di capitali, compilate a partire dal 1935 dal Tesoro degli Stati Uniti, figurano nella tabella e sono illustrate dai grafici che precedono.

Da quando, al principio del 1934, fu fissato il nuovo valore del dollaro, fino alla fine del 1938, il flusso di capitali verso gli Stati Uniti ha raggiunto la cifra globale di \$ 4200 milioni, che si possono ripartire in tre categorie principali:

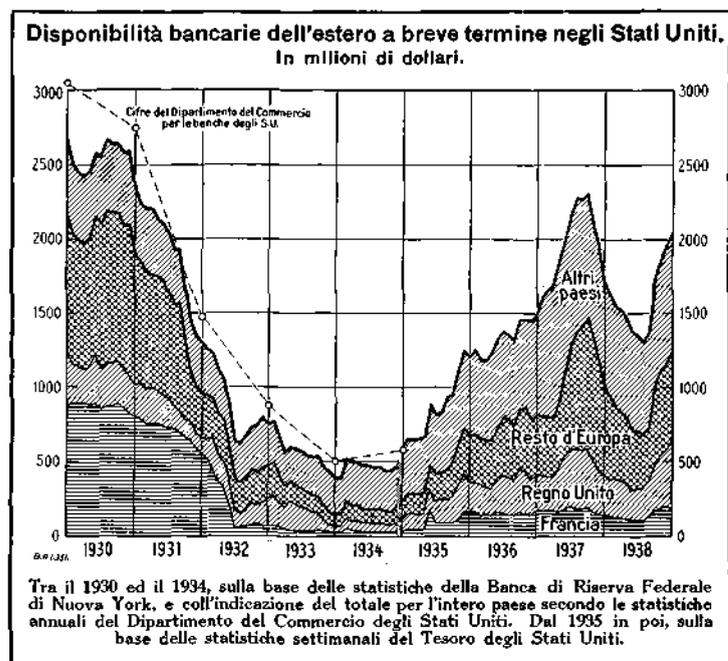
1) Più di un terzo, cioè circa \$1500 milioni, è costituito da capitali americani riportati in patria; di questi capitali circa \$900 milioni rappresentano investimenti a lungo termine liquidati mediante ammortamenti, riscatti ed acquisti da parte dell'estero; oltre \$600 milioni sono a breve termine, ivi compresi i saldi creditori accumulati in Inghilterra nel 1933 durante la fase di deprezzamento del dollaro e di liquidazione dei conti in Germania.

2) Sensibilmente meno di un terzo, circa \$1200 milioni, rappresenta acquisti di titoli americani da parte dell'estero. Tali acquisti, nel corso degli ultimi dieci anni, si sono prodotti in due grandi ondate: circa 1 miliardo di dollari nel biennio 1928/29 e oltre 1 miliardo di dollari tra la metà del 1935 e il principio del 1937. L'esperienza fatta in seguito alle depressioni borsistiche del settembre 1929 e del marzo 1937 ha permesso di constatare che, mentre il pubblico estero, nel suo insieme, comperò



americani e la liquidazione degli investimenti americani all'estero sono due elementi relativamente stabili, che complessivamente rappresentano \$2700 milioni, cioè circa due terzi dell'importazione complessiva di capitali negli Stati Uniti a partire dal 1934.

3) La terza categoria dei movimenti di capitali che ebbero luogo a partire dal 1934 è rappresentata dall'accumulazione di disponibilità negli



titoli americani nei periodi di rialzo, esso, durante le fasi di depressione, non ne venette in misura maggiore di quanti ne andò riacquistando. D'altra parte, gli investimenti all'estero da parte degli Americani raggiunsero il loro livello massimo nel 1930 e da allora in poi non hanno fatto che declinare.

Pertanto, gli investimenti esteri in titoli

Stati Uniti per conto dell'estero, nella misura di \$1500 milioni, cioè un po' più di un terzo. La maggior parte di queste disponibilità è costituita da depositi a vista presso banche americane, le quali, alla fine del 1938, conservavano depositi per conto dell'estero ammon-

tanti a 2 miliardi di dollari. Il totale dei depositi per conto dell'estero, che si elevava a 3 miliardi di dollari alla fine del 1929, cadde rapidamente negli anni successivi (caduta che in gran parte rappresenta la liquidazione del regime di cambio aureo) e finì per raggiungere la modesta cifra di \$500 milioni nel 1933—34. A mano a mano che il dollaro andava deprezzandosi, le disponibilità dell'estero venivano ridotte al minimo presumibilmente indispensabile per le occorrenze ordinarie degli affari in un'epoca di massima depressione economica.

Non è possibile precisare quale parte dei 1500 milioni di dollari di disponibilità estere, accumulate tra il gennaio 1934 e la fine del 1938, debba riguardarsi come capitale "fluttuante". Una certa accumulazione si è resa indubbiamente necessaria per far fronte alle normali occorrenze degli affari, specialmente dopo la stabilizzazione di fatto del dollaro, poichè tali scorte liquide non possono venir ridotte al di sotto di un certo minimo. Ma non c'è dubbio che il 'grosso delle disponibilità a breve termine per conto dell'estero che si accumularono in determinati periodi di tensione acuta, come, per esempio, nel settembre e nell'ottobre del 1938, non corrisponde al fabbisogno degli affari e rappresenta un elemento instabile sul mercato dei cambi.

Il Bollettino della Riserva federale del febbraio 1939, dal quale si sono ricavate le indicazioni che precedono, osserva che "l'analisi del movimento di capitali induce a ritenere che, mentre la causa principale di tale movimento risiede nella turbata situazione esistente all'estero, solo una cifra limitata rappresenta attualmente capitale estero irrequieto pronto a lasciare questo paese non appena la situazione all'estero diventa più stabile". Quantunque questa conclusione vada riveduta in seguito al forte afflusso di capitali nei primi quattro mesi del 1939, essa conserva il suo valore quale monito contro l'esagerazione dell'importanza quantitativa del capitale instabile in cerca di rifugio, in confronto coi movimenti di capitali d'altro genere.

Una forma di fuga di capitale, che è cresciuta d'importanza, è l'acquisto di biglietti di banca americani in Europa. La tabella seguente mostra l'importanza di questo movimento:

Spedizioni di biglietti di banca degli Stati Uniti da e per l'Europa.  
(in milioni di dollari)

Anno	Spedizioni nette per l'Europa	Ritorni netti dall'Europa
1935 . . . . .	—	9,3
1936 . . . . .	8,6	—
1937 . . . . .	—	26,1
1938 gennaio—agosto . . . . .	—	26,0
1938 settembre—dicembre . . . . .	24,7	—
1939 gennaio—marzo . . . . .	30,8	—

Le importazioni di moneta americana in Europa vennero praticamente a cessare con la svalutazione del blocco dell'oro e, nel 1937 e nei primi otto mesi del 1938, oltre 50 milioni di dollari furono restituiti dal pubblico europeo e rispediti agli Stati Uniti. Ma nel settembre e nell'ottobre 1938 la domanda europea di dollari in banconote raggiunse un livello inconsueto sicchè grandi quantità di biglietti furono importate dagli Stati Uniti. Questo movimento perdura nel 1939 ed attualmente si stima in \$500 milioni il totale delle banconote americane che si trovano all'estero.

L'esportazione di capitali verso gli Stati Uniti, causata da incertezze monetarie in taluni paesi europei, fu un fattore di particolare importanza già nel 1935, prima della svalutazione del franco belga e, più tardi, nel periodo che terminò con la svalutazione delle monete del blocco dell'oro nel settembre 1936. Da quest'ultima epoca in poi, il capitale ha fatto ritorno, più o meno con ritmo continuo, in Svizzera ed in Olanda; la corrente che era stata forte nel 1937 diminuì però d'intensità nella prima metà del 1938 e cessò completamente nella seconda metà dell'anno. Tale arresto, verificatosi a partire dalla seconda metà del 1938, è strettamente connesso ad una controcorrente di acquisti di titoli esteri, acquisti resi attraenti dal gran numero di ammissioni alle borse di Amsterdam e di Zurigo. Al principio del 1939 si produsse un'uscita di capitali in stretta dipendenza degli avvenimenti politici internazionali. Nè l'Olanda nè la Svizzera ebbero forti ripercussioni dal rimpatrio di capitale francese nel corso dell'anno, a differenza del Belgio che ne risentì grandemente nel maggio 1938.

La Francia ha assistito, nell'inverno 1938/39, per la prima volta da parecchi anni, ad un persistente riafflusso dei capitali nazionali già esportati. I movimenti di tale genere che si erano manifestati nel settembre 1936 e nell'ottobre 1937 avevano durato poco. Dal principio di maggio 1938, quando il corso del franco contro la sterlina fu abbassato alla quota 179, ritornò la fiducia nella stabilità del cambio e si produsse un afflusso di capitali che generalmente è stimato da 16 a 18 miliardi di franchi francesi. La maggior parte di questo ammontare fu riperduta nei mesi estivi, ma in settembre, al culmine della crisi internazionale, non vi fu altro deflusso, mentre dall'ottobre in poi, e specialmente dopo l'applicazione delle prime riforme finanziarie e di quelle successive in novembre, si è verificato un ulteriore ritorno di capitali francesi in Francia per una cifra globale che nell'inverno 1938—1939 si è aggirato tra i 16 e i 20 miliardi di franchi francesi.

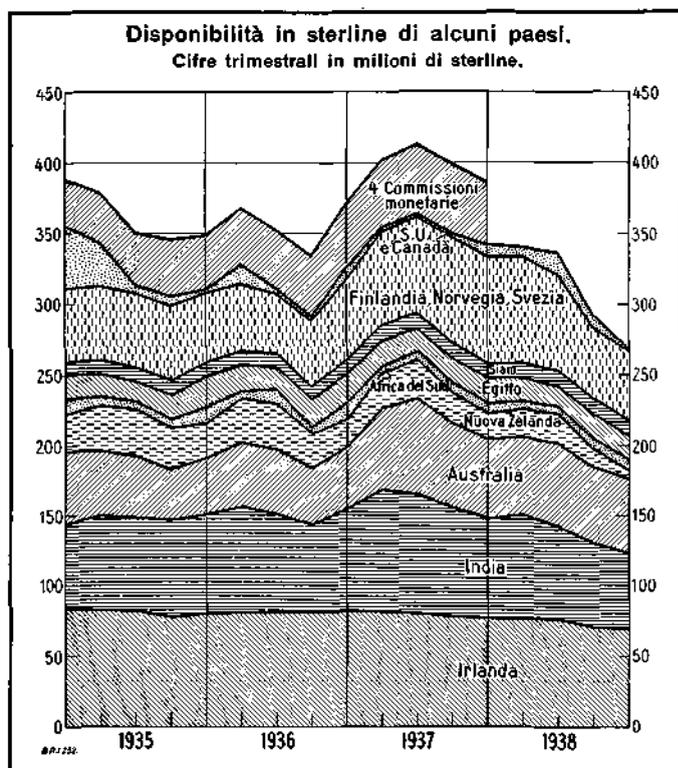
Il grosso dei rimpatrii dei capitali francesi, in maggio e dall'autunno 1938 in poi, provenne dall'Inghilterra e comprese oro e disponibilità tesoreggiate, nonchè titoli in sterline e fondi in conto corrente presso le banche inglesi. Per

quanto riguarda i ritiri di fondi di pertinenza estera, Londra ha subito tre distinte ondate in aggiunta alle consuete e non irrilevanti precauzioni che generalmente si prendono in relazione a crediti commerciali quando una moneta rimane debole per un lungo periodo. La prima fu quella, già menzionata, dell'esodo verso la Francia. In secondo luogo, Londra è stata la principale fonte dei capitali esportati negli Stati Uniti (quasi 200 milioni di dollari soltanto in settembre ed in ottobre 1938); va ricordata però, a questo riguardo, la funzione di Londra come canale attraverso il quale scorrono fondi di pertinenza estera. La terza ondata — più importante di quanto generalmente si creda — fu dovuta all'utilizzazione, da parte dei paesi dell'area della sterlina delle loro disponibilità già accumulate a Londra allo scopo di colmare i disavanzi delle rispettive bilancie dei pagamenti. Fino alla metà del 1937 la sterlina beneficiò del sostegno che le proveniva dall'accumulazione di disponibilità in conto corrente ed a breve termine da parte dei paesi dell'area della sterlina che avevano saldi attivi nelle rispettive bilancie dei pagamenti. Ma in quanto centro di quest'area, che è costituita da paesi che producono materie grezze, Londra deve attendersi a che le riserve di sterline, accumulate da quest'ultimi negli anni di prosperità, vengano liquidate quando i prezzi delle materie grezze scendono e le bilancie dei pagamenti dei paesi produttori diventano passive.

La connessione commerciale tra i paesi dell'area della sterlina, non è, naturalmente, un fenomeno nuovo; l'esistenza di questa area come gruppo monetario era soltanto oscurata, al tempo del regime aureo, dall'universale stabilità delle monete rispetto all'oro. Già a partire dall'inizio della crisi agricola, dal 1928 in poi, si era prodotta sulla sterlina una tensione simile all'attuale e di cui raramente si apprezza il significato. E' comunemente noto che, già prima della caduta della sterlina nel 1931, le monete dei paesi agricoli erano deboli e che, per esempio, la sterlina australiana e quella della Nuova Zelanda si deprezzarono prima della fine del 1929; ma raramente si presta attenzione al fatto che questi paesi ed altri difesero la loro moneta principalmente vendendo sterline. Negli ultimi nove mesi del 1929 l'Australia liquidò oltre 30 milioni di sterline di sue disponibilità a Londra; le riserve in sterline delle amministrazioni indiane diminuirono di 40 milioni tra la fine del 1929 ed il 1931; le disponibilità in sterline della Nuova Zelanda, che ammontavano forse a 10 milioni o più, furono quasi interamente liquidate; quelle della Banca nazionale d'Egitto diminuirono da 30 milioni di sterline all'inizio del 1929 a 15 nel 1931. Inoltre, nuovi prestiti sul mercato londinese del denaro e dei capitali procurarono ulteriori risorse in sterline ai detti paesi; sebbene una parte del ricavo sia stata accantonata per ammortamenti o utilizzata in rimborsi di precedenti prestiti, ne rimase una massa importante di cui va tenuto conto, in aggiunta alla riduzione visibile delle disponibilità in sterline, nel giudicare la tensione

imposta sul cambio della detta moneta. Fintantochè gli Stati Uniti continuarono a prestare largamente all'estero, gli effetti di questo drenaggio furono in certa misura mascherati — ma, nel 1931, i prestiti dell'America cessarono completamente.

La ricostituzione delle disponibilità per conto dei paesi dell'area della sterlina cominciò nell'autunno del 1931; nella primavera del 1934 esse erano complessivamente aumentate di oltre 200 milioni, cioè per l'Australia e per l'India circa £50 milioni ciascuna, per la Nuova Zelanda e l'Africa del Sud



£20 milioni ciascuna ecc. Attualmente gli Stati Uniti liquidano i loro investimenti all'estero, e taluni di quei paesi che anticamente disponevano di scorte di oro, quali l'Australia e la Nuova Zelanda, le hanno pressochè esaurite e fanno attualmente assegnamento soltanto sulle loro disponibilità in sterline quale mezzo di pagamento internazionale. Tra la metà del 1937 e la fine del 1938 le disponibilità nette in sterline dei paesi dell'area anzidetta, indicate nel grafico, diminuirono di circa £100 milioni:

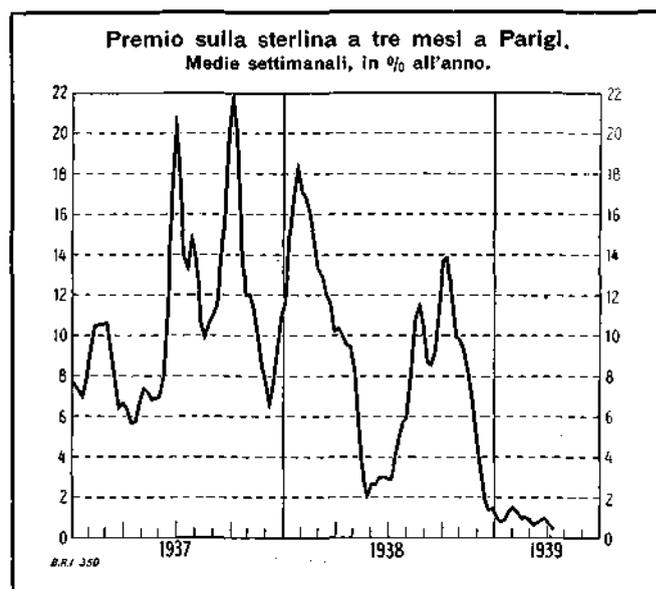
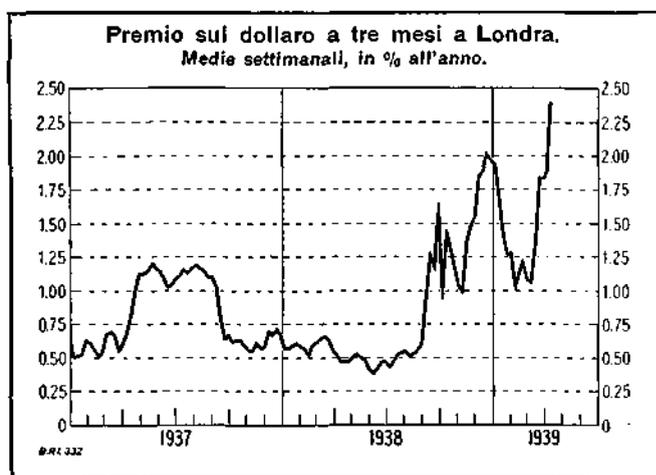
l'India perdette oltre £30 milioni, la Nuova Zelanda £20 milioni e le banche irlandesi £10 milioni; i fondi detenuti a Londra dalle banche australiane si contrassero di 15 milioni mentre le disponibilità bancarie dei paesi scandinavi si sono ridotte di una cifra che può stimarsi tra i 20 e 25 milioni di sterline. Se si considerano altri paesi pure appartenenti allo stesso gruppo, ma non indicati nel grafico, come il Portogallo, l'Argentina, il Giappone ecc., appare certo che, nel corso dei diciotto mesi in questione, il drenaggio è stato di ben 120 milioni di sterline. Contrariamente a quanto accadde nel periodo 1928—29, i nuovi prestiti ai paesi dell'area della sterlina ebbero effetti di minore importanza, perchè furono generalmente compensati dalla costituzione di regolari fondi di ammortamento e da altri rimborsi.

La causa principale della diminuzione delle riserve in sterline fu il peggioramento delle bilancie dei pagamenti dei paesi dell'area della sterlina nei confronti di paesi diversi dal Regno Unito. Va ricordato, peraltro, che per il mercato inglese vi è stato un certo compenso nella caduta dei prezzi delle merci grezze, la quale, fonte di difficoltà per i paesi che le producono, rese invece possibile un'economia nelle importazioni britanniche di derrate alimentari e di materie prime; secondo il Ministero inglese del commercio, il valore medio delle importazioni britanniche nel 1938 fu di 6% inferiore a quello del 1937.

Un'altra causa della riduzione delle disponibilità in sterline si riscontra nella conversione di queste ultime in dollari e oro; per esempio, la riserva aurea della Sveriges Riksbank è aumentata, nel 1938, di circa £15 milioni; la Commissione monetaria irlandese ha acquistato oro per £2 milioni e la Norges Bank per £3 milioni. Quando questi paesi accusano un saldo attivo nella loro bilancia dei pagamenti, è naturale che procedano ad acquisti di una parte della produzione corrente dell'oro, ma il fatto che questi si concentrino nei periodi di tensione sul mercato dell'oro, quando il prezzo ne è eccezionalmente alto, può considerarsi come una prova patente della preferenza data al metallo giallo nei tempi di forti agitazioni.

L'incidenza effettiva dei movimenti di capitali sui mercati dei cambi può essere modificata dai cosiddetti "swaps" — operazioni di acquisto di cambio a pronti, e contemporanea vendita a termine della stessa divisa — la cui importanza relativa è spesso difficile da stabilire. Il grafico precedente mostra l'eccedenza delle disponibilità in sterline sulle passività, nella stessa moneta, per le banche canadesi e degli Stati Uniti. Per le prime si tratta di una piccola partita, relativamente stabile, originata dal fatto che le banche canadesi hanno filiali in paesi collegati alla sterlina, i quali impiegano sul mercato londinese le loro eccedenze di depositi; per le banche americane, invece, la differenza tra attività e passività in sterline proviene essenzialmente dai riporti su cambi. In assenza di differenze sensibili nei tassi di mercato tra Londra e Nuova York, questi saldi in conto corrente tendono a spostarsi seguendo le fluttuazioni del cambio tra sterlina e dollaro. Così, quando alla fine del 1934 il dollaro a termine fu quotato con uno sconto, l'accumulazione di fondi liquidi a Londra, per conto americano, fu considerevole. L'eccedenza di disponibilità in sterline delle banche americane sopra gli impegni coperti a termine fu di circa 40 milioni. Al principio del 1935 questa massa, che forniva materia alle operazioni di riporto su cambi, scomparve da Londra e, infatti, alla metà del 1937, le banche americane si trovavano ad avere un'eccedenza di impegni in sterline per 10 milioni. L'abbassamento del premio sul dollaro a termine, quotato a Londra a meno di  $\frac{1}{2}$ % verso la metà del 1938, determinò un afflusso abbastanza importante di denaro americano verso Londra. In giugno, luglio ed agosto 1938 l'eccedenza

di disponibilità in sterline delle banche americane si aggirava intorno a 10 milioni, mentre la cifra netta dei contratti di vendite a termine su questa divisa salì al disopra di 15 milioni. Poichè talune banche inglesi offrivano 1 o  $1\frac{1}{4}\%$



sui depositi esteri di una certa entità, il rendimento netto, tenuto conto della perdita sul cambio a termine in ragione di  $\frac{3}{8}$  o  $\frac{1}{2}\%$ , era di circa  $\frac{3}{4}\%$ , cioè molto maggiore di quello che fruttavano gli investimenti a tre mesi a Nuova York. Col rapido sbalzo del premio sul dollaro a termine, nel settembre 1938, questo genere di operazioni cessò di essere redditizio ed il denaro investito in riporti fu ritirato alla scadenza dei contratti. Alla fine dell'anno, le banche americane si trovavano ad avere eccedenze di impegni in sterline per 8 milioni.

Altri fondi liquidi depositati a Londra per essere investiti in operazioni di riporto su cambi si trovarono, in certi momenti, ad avere maggiore importanza che non quelli di pertinenza americana. Il premio sulla

sterlina, a Parigi, ha subito, negli anni recenti, degli sbalzi, i quali riflettono piuttosto l'alternativa delle previsioni sul franco francese che non delle differenze tra i livelli dei tassi d'interesse. Nel maggio 1938, dopo che il cambio a pronti sul franco ebbe raggiunta la quota 179, alla riduzione del premio sulla sterlina a termine a Parigi si accompagnò una contrazione dei fondi francesi a Londra, disponibili per operazioni di riporto. In luglio ed agosto, però, il franco a termine si indebolì ed il denaro francese ritornò a Londra; senonchè, alla metà di agosto le autorità francesi scongiurarono questo genere di operazioni e, in assenza di

domanda di franchi a termine da parte delle banche francesi, lo sconto si allargò sufficientemente per divenire attraente per le grandi aziende che posseggono disponibilità liquide. In dati momenti dell'anno i fondi francesi disponibili per operazioni di riporto ammontarono a 30 milioni di sterline ed anche più. Anche le disponibilità in conto belga, a Londra, sono state, a certi momenti, importanti ed i cambiamenti dei tassi di mercato a Brusselle, specialmente per i prestiti alla giornata, sono fortemente influenzati dallo sconto sul belga a termine e dal rendimento dei depositi a vista a Londra.

I riporti motivati da differenze di tassi d'interesse possono generalmente considerarsi come costituenti un fattore di stabilità sui mercati dei cambi. Ma nel 1938 l'effetto dei movimenti di denaro disponibile per operazioni di riporto, a Londra, fu principalmente quello di differire la pressione sulla sterlina dall'estate all'autunno, cioè al momento in cui la tensione raggiunse, per altri motivi, il suo massimo. Dal settembre alla fine dell'anno, lo sconto sulla sterlina a tre mesi, contro il dollaro, ha oscillato fra 1 e 2% all'anno, cioè entro limiti sufficienti per rendere attraente il dollaro per le banche inglesi, anche quando i tassi d'interesse del mercato di Nuova York erano nulli.

Si è già rammentato che le disponibilità accantonate a Nuova York dagli esportatori esteri si erano assottigliate nel 1933, mentre il dollaro andava deprezzandosi, e che più tardi sono state ricostituite. Un analogo andamento si verificò a Londra nel 1938. In certa misura questo spostamento avviene attraverso il tramite commerciale, cioè il ricavo delle vendite britanniche in monete estere viene lasciato all'estero quando le importazioni aumentano ed occorre pagarle in contanti o in anticipo. In altri paesi, là dove è stato possibile fare delle stime, si è riscontrato che questo fattore commerciale ha maggiore importanza che non si creda abitualmente: esso ha rappresentato, all'incirca, l'equivalente dell'intero commercio estero di un paio di settimane. Applicando la stessa proporzione all'Inghilterra, si troverebbe una cifra dell'ordine di grandezza di £50 milioni, ciò che sembra piuttosto forte, ma non si deve tralasciare, peraltro, la crescente importanza di società internazionali con forti risorse liquide che possono essere spostate da un mercato all'altro.

Inoltre, anche una grande parte di quel commercio internazionale al quale è estranea l'Inghilterra, si basa sulla sterlina. Quando questa valuta continua a scendere durante un lungo periodo, gli esportatori esteri sono naturalmente meno inclini a fatturare in sterline e si hanno prove che in alcuni paesi, di cui taluni compresi nell'area della sterlina, i contratti commerciali internazionali sono stati stilati meno frequentemente del solito in sterline e, più sovente, nella moneta del paese dell'esportatore. Questo fatto ha maggiore importanza di quello che appare a prima vista, perchè, non appena viene cambiata la moneta contrattuale, i fondi accantonati in sterline per servire ai pagamenti, alle scadenze,

si rendono disponibili e possono venire esportati, ovvero, se spesi, non vengono più ricostituiti. Gli esportatori esteri hanno talvolta impiegato un'altra tecnica, consistente nell'aprire i consueti crediti in sterline, procurandosi, però, immediatamente anticipazioni bancarie nella stessa moneta che essi convertono in dollari o in oro, l'anticipazione venendo, a suo tempo, rimborsata colla somma pagata dall'importatore.

Per riassumere, è da ritenersi che, tra la metà del 1937 e la fine del 1938, l'assottigliamento delle scorte dei paesi dell'area della sterlina e dei fondi accantonati a Londra dagli esportatori esteri debba avere prodotto sulla sterlina un'azione di carattere radicale, sebbene talvolta i mercati dei cambi siano stati dominati dai movimenti di fondi verso Nuova York o Parigi, o in provenienza da quei centri.

Un anno fa fu possibile affermare che i finanziamenti del commercio nelle aree della sterlina e del dollaro erano ritornati al volume ed alle condizioni normali. Naturalmente la riduzione di valore del commercio internazionale ebbe come conseguenza la diminuzione del volume dei finanziamenti occorrenti. Inoltre, i crediti concessi hanno avuto tendenza a divenire più brevi, cosicchè il volume totale dei finanziamenti in corso è diminuito più che non il commercio stesso. Gli esportatori americani in Europa hanno abbreviato considerevolmente i consueti termini di credito, insistendo spesso sul pagamento in contanti, circostanza che ha intensificato l'effetto dell'eccedenza d'esportazioni degli Stati Uniti.

Questa abbreviazione dei termini di credito in uso nel commercio internazionale si è anche accentuata per effetto dei perturbamenti cagionati dal prolungato deprezzamento della sterlina, taluni effetti del quale sono stati rilevati più sopra. In tali circostanze è cresciuta l'importanza della funzione che ha l'oro quale difesa contro le perdite di cambio; esso viene acquistato come una specie di assicurazione contro il deprezzamento della moneta contrattuale. A questo proposito è interessante rilevare che gli esportatori ed importatori tedeschi, che già erano stati autorizzati a conservare divise per proprio conto, riceverono anche la facoltà di comperare e conservare oro, i movimenti del quale sono comparsi, a certe epoche, nelle statistiche doganali tedesche. Inoltre, le condizioni alle quali la Reichsbank acquista le tratte in valuta estera (assumendo, pertanto, essa stessa il rischio monetario) furono rese, nel marzo 1939, più attraenti per gli esportatori coll'offerire, per le tratte sull'estero stilate nella valuta di una terza piazza, il cambio in base al prezzo stesso che ha corso su quest'ultima.

E' ben noto che il commercio d'esportazione presenta, normalmente, maggior rischio che non quello interno. Negli ultimi anni, agli abituali rischi di credito si sono aggiunti quelli dell'instabilità monetaria unitamente al pericolo

che il ricavo delle vendite rimanga bloccato, per una durata indefinita, per effetto del meccanismo delle compensazioni o per le restrizioni monetarie del paese importatore.

La riluttanza degli esportatori a concedere crediti in certi paesi e in date monete, ha ingenerato l'uso di aggiungere al vecchio tipo di assicurazione del credito, prestata da compagnie private, un più efficace intervento governativo sotto forma sia di assicurazione contro i rischi di credito e di cambio sia di diretta concessione di crediti da parte di un ente statale. Taluni crediti, pertanto, non sono aperti direttamente all'importatore estero, bensì al governo del paese importatore. Nella maggior parte dei casi la necessità dell'intervento governativo sorse nei primi anni dopo la guerra in relazione allo sviluppo del commercio con l'U.R.S.S.; ma recentemente, specie dopo il 1931, l'ambito delle garanzie governative si è assai esteso in dipendenza del peggioramento delle condizioni monetarie nel mondo intero.

In Inghilterra, il Dipartimento di garanzia dei crediti all'esportazione presso il Ministero del commercio si è sviluppato da un piccolo ufficio fino a divenire un ramo importante del meccanismo del finanziamento dell'esportazione britannica. La cifra massima degli impegni che esso è autorizzato ad avere in corso, a qualsiasi momento, fu aumentata da £25 milioni a £50 milioni nel 1937 e, nuovamente, a £75 milioni nel 1938. L'attività essenziale del detto Dipartimento consiste nella garanzia del ricavo delle esportazioni contro rischi creditizi, monetari ed altri; di regola esso non anticipa fondi per finanziare queste operazioni. Tuttavia, il Dipartimento ha avuto una parte importante nel collocamento sul mercato, nel 1936, di pagherò russi per £10 milioni da esso garantiti e, nel 1938, di buoni turchi, parimente garantiti, per un eguale importo.

Un esempio interessante del cambiamento dei metodi nel finanziamento del commercio internazionale è offerto dall'accordo con la Turchia. Esso prevede l'emissione sul mercato londinese fino a concorrenza di £10 milioni di buoni turchi  $5\frac{1}{2}\%$  garantiti dal Dipartimento e costituenti la contropartita di esportazioni britanniche, in Turchia, di macchinario ed altri prodotti finiti. Connesso a questo provvedimento è un piano d'esportazione delle risorse naturali turche sul mercato mondiale, col cui ricavo si farà fronte al servizio dei crediti. Inoltre, è stata concessa la garanzia del Governo britannico ad un prestito di £6 milioni, destinato a fornire materiale inglese per il riarmo della Turchia. Anche il preesistente accordo di compensazione è stato ritoccato allo scopo di evitare ulteriori accumulazioni di arretrati.

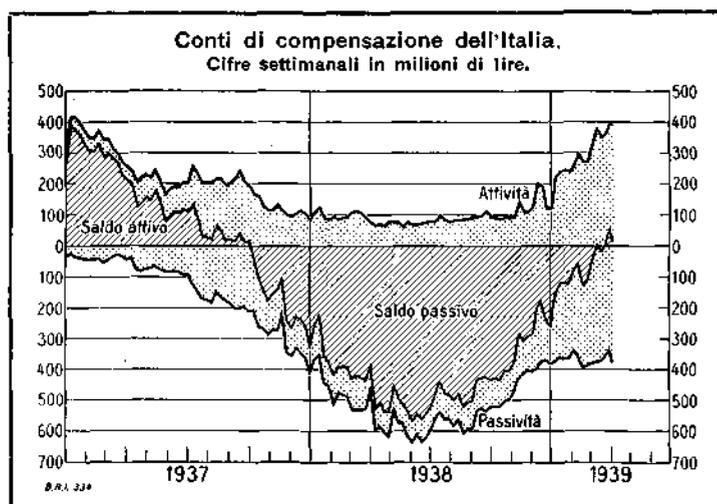
Eguale in Germania il sistema dell'assicurazione dei crediti all'esportazione si è esteso negli anni recenti in misura considerevole; esso è generalmente praticato da compagnie private, le quali si riassicurano presso lo Stato, ma la garanzia diretta del Reich è stata concessa talvolta, come per esempio

in passato, per coprire la totalità delle esportazioni tedesche in Russia, e, al principio del 1939, quando un credito commerciale di 150 milioni di marchi è stato concesso dal Reich a fronte di importazioni turche dalla Germania. Il sistema tedesco della garanzia all'esportazione fa parte di un piano generale inteso a favorire le esportazioni, il quale comprende anche un servizio di consulenza per gli esportatori circa la formulazione dei contratti, le restrizioni estere sui cambi, le leggi degli altri paesi ecc.

Nel settembre 1938 fu annunciato a Washington un piano di assicurazione dei crediti all'esportazione, destinato a coprire fino a 80 % del rischio. La U. S. Export-Import Bank si è specializzata, durante alcuni anni, nel finanziamento diretto delle esportazioni per le quali non è facile trovare credito presso banche ordinarie; in particolare, per le consegne di materiale ferroviario e macchinario pesante americano a paesi dell'America del Sud. Negli ultimi mesi la detta Banca ha concesso crediti per l'ammontare di \$25 milioni per finanziare esportazioni americane in Cina e \$6 milioni per invii di cotone in Polonia. In quest'ultimo caso l'operazione fu motivata dalla necessità di aprire crediti a più di tre mesi, per i quali non si trovano finanziamenti privati.

In un gran numero di paesi sono in corso di sviluppo organizzazioni statali per l'assicurazione o la riassicurazione dei rischi all'esportazione. Il fatto che aumentino sempre più le quantità di rischi per la cui assicurazione si ricorre allo Stato, dimostra la difficoltà, anzi l'impossibilità in cui si trovano le compagnie d'assicurazione di valutare su base attuariale i rischi politici ed altri.

E' estremamente difficile ottenere informazioni precise sui vari conti di compensazione. In parecchi paesi questi conti non vengono pubblicati, o, se lo sono, è difficile interpretarli e trarne conclusioni certe, perchè sono stilati in monete estere per le quali vengono calcolati cambi differenti. In Italia, tutti i conti di compensazione sono pubblicati e stilati in lire, sicchè è possibile



ottenere un quadro chiaro della situazione.

Il movimento del commercio estero italiano, che, negli ultimi mesi del 1938, ha trovato l'equilibrio grazie ad una contrazione delle importazioni, si riflette nei conti di compensazione, i quali mostrano un rapido assottigliamento del-

l'indebitamento lordo nel secondo semestre del 1938 seguito, al principio del 1939, dall'aumento dei saldi attivi fino alla sparizione, nel marzo 1939, del disavanzo che, alla metà del 1938, era stato rilevante.

Il campo dei nuovi crediti a breve termine, all'infuori di quelli direttamente dipendenti dal commercio estero, è rimasto limitato. Nell'aprile 1938 il Governo argentino stipulò dei crediti a due anni e  $3\frac{1}{2}\%$ : in Olanda per 12,5 milioni di fiorini ed in Svizzera per 40 milioni di franchi svizzeri. In giugno il Governo belga ottenne, in questi due stessi paesi, crediti a breve termine rispettivamente per 35 milioni di fiorini e per 25 milioni di franchi svizzeri. In luglio il Governo francese si procurava ad Amsterdam un credito di 75 milioni di fiorini a quindici mesi. Alla fine di novembre 1938 vennero a scadenza 150 milioni di fiorini di buoni ferroviari francesi e furono rimborsati in oro; però il Governo francese emise simultaneamente un altro prestito di buoni del Tesoro  $2\frac{3}{4}\%$  a quindici mesi per 100 milioni di fiorini.

Continua lentamente la liquidazione generale dei crediti esteri a breve termine di creazione anteriore al 1931; nel 1938 è stata liquidata la società costituita per amministrare ed incassare il grosso dei crediti esteri della Oesterreichische Kreditanstalt. Sono stati fatti pagamenti in conto capitale che rappresentano complessivamente  $76\%$  delle obbligazioni della società, mentre talune attività di lenta realizzazione sono state trasferite ad una società svizzera affinché le liquidi quando possibile.

Nel 1938, come negli ultimi anni scorsi, la quantità di denaro disponibile per emissioni estere a lungo termine fu quasi trascurabile e, nei principali mercati creditori, fu superata dall'insieme dei rimborsi e dei rimpatrii di vecchi prestiti da parte dei debitori.

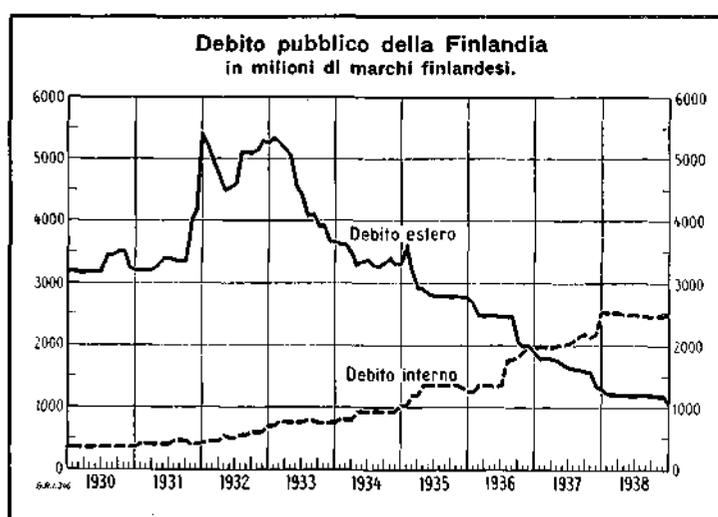
Sul mercato di Londra, le emissioni per conto dei paesi dell'Impero, per un totale di 24 milioni di sterline, cifra non molto diversa da quella degli ultimi anni, superarono di gran lunga le emissioni dell'estero, che raggiunsero soltanto £4,5 milioni. Il divieto di emissioni per conto dell'estero, sospeso nel febbraio 1938, fu rimesso in vigore in dicembre. Tra le emissioni sul mercato e le ammissioni alla borsa di titoli industriali per conto dei paesi dell'Impero, le più importanti sembrano essere state, come in precedenza, quelle dei titoli delle miniere aurifere sudafricane. Tra le più importanti emissioni governative figura quella di £7 milioni lanciata, nel maggio, dal Governo australiano, rimborsabile in quattordici a diciotto anni e fruttante interesse a  $3\frac{3}{4}\%$ . Un prestito australiano di conversione, emesso per 2,5 milioni, nel dicembre 1938, è degno di nota inquantochè, per la prima volta, il tasso d'interesse a  $4\%$  fu più alto di quello del prestito venuto a scadenza che era di  $3\frac{1}{2}\%$ . Questa fu la prima emissione australiana, sul mercato londinese, a  $4\%$  dal luglio 1933 in poi e riflette l'aumento generale dei tassi d'interesse a lungo termine sul mercato di Londra.

Le emissioni a lungo termine negli Stati Uniti per conto dell'estero, destinate a raccogliere nuovi capitali, si mantennero a \$36 milioni, livello, all'incirca, uguale alla media dell'ultimo quinquennio. L'emissione più interessante fu quella del prestito 4½% a dieci anni, emesso nel novembre 1938 a 95,5%, per \$25 milioni per conto del Governo argentino; benchè, dal punto di vista tecnico, si tratti di una raccolta di capitali nuovi (fu questa la prima nuova emissione dal 1930 per conto di un governo estero, tranne il Canada) tale prestito va considerato piuttosto come una continuazione del programma di conversione degli ultimi anni, in conseguenza del quale sono state ritirate obbligazioni per \$115 milioni oltre ad ammortamenti per \$35 milioni. Anche in novembre il Governo canadese emise un prestito di conversione per \$40 milioni, in obbligazioni trentennali 3% a 97¼.

Nel dicembre 1938 fu emesso, per il tramite di un gruppo di banche olandesi e svizzere, un prestito francese di 175 milioni di fiorini in obbligazioni 4% rimborsabili in trenta anni, il ricavo del quale servì a convertire o rimborsare la quasi totalità del debito estero delle ferrovie, comprendente prestiti in dollari, fiorini e franchi svizzeri.

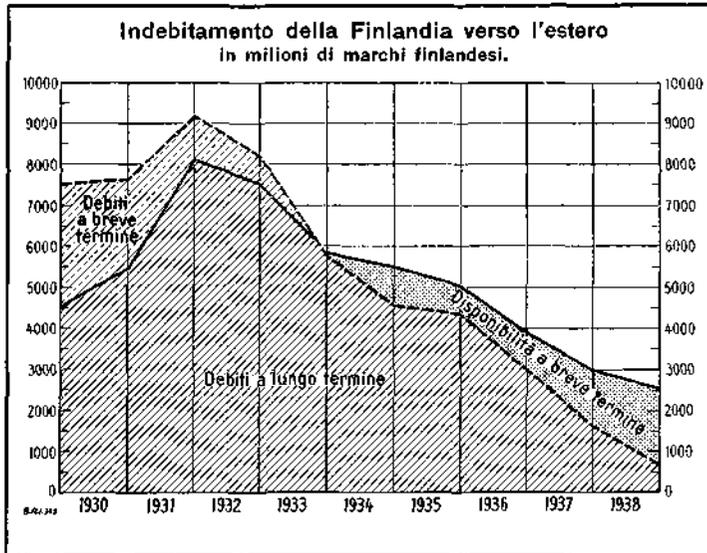
Mentre le nuove emissioni a lungo termine per conto dell'estero si mantengono allo stesso basso livello degli anni precedenti, i riacquisti ed i rimborsi da parte dei paesi debitori hanno proseguito. Nel corso degli ultimi cinque anni sono stati impiegati circa \$800 milioni per l'acquisto di titoli esteri negli Stati Uniti a scopo di rimpatrio o rimborso da parte dei paesi, come l'Argentina, il Belgio e la Finlandia, che avevano largamente ricorso a prestiti ad alti tassi negli anni tra il 1920 ed il 1929.

Particolarmente interessante è l'evoluzione in Finlandia. Gli avanzi attivi, che, in ragione di circa 1 miliardo di marchi finlandesi all'anno, hanno rap-



presentato il gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti nel corso degli ultimi otto o nove anni, sono stati impiegati per lo più per redimere l'indebitamento verso l'estero, che, in certa misura, è stato sostituito da prestiti interni. Quest'evoluzione è illustrata dai grafici di cui il primo

indica il debito del governo, tanto interno quanto estero. Quest'ultimo si trovò aumentato per effetto del deprezzamento del marco finlandese nel 1931 e 1932, ma ridotto progressivamente dal 1933 in poi a seguito del deprezzamento del



dollaro in primo luogo e, inoltre, in conseguenza dell'emissione di prestiti interni destinati al riscatto di obbligazioni estere, principalmente stilate in dollari. Nel decennio dal 1929 al 1938, il debito pubblico totale, interno ed estero, è rimasto pressochè invariato a 3500 milioni di marchi finlandesi, ma comprende

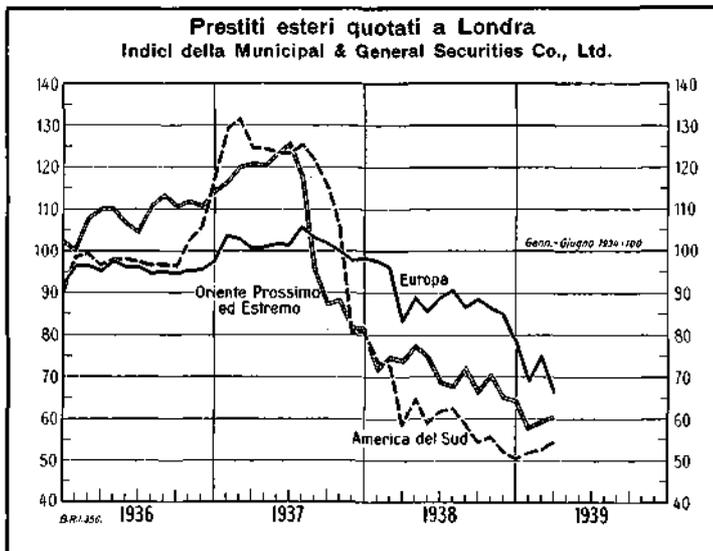
ora debiti verso l'estero in misura di 30% contro 90% nel 1929.

Il secondo grafico mostra l'indebitamento estero complessivo a lungo e a breve termine, pubblico e privato, della Finlandia, escluso però il prestito in dollari per derrate alimentari del 1923 (il cosiddetto debito di guerra) equivalente a 400 milioni di marchi finlandesi. Il totale, che si elevava a 7500 milioni di marchi finlandesi nel 1929, salì ad oltre 9 miliardi in seguito al deprezzamento monetario del 1931. A partire dal 1933, l'eccedenza di disponibilità a breve termine è raffigurata in deduzione del debito a lungo termine, onde mettere in evidenza il debito estero netto il quale, ridotto a meno di 700 milioni alla fine del 1938, rappresentava meno di un decimo del totale di dieci anni prima ed era più che coperto dalle riserve auree della Banca di Finlandia, ammontanti a 1100 milioni di marchi. Di conseguenza la somma netta degli interessi pagabili a paesi esteri, la quale rappresenta la partita passiva di gran lunga più importante nella bilancia dei pagamenti, è stata ridotta di due terzi dal 1932, e cioè da 583 a 195 milioni di marchi finlandesi all'anno, prendendo il secondo posto dopo le spese dei turisti finlandesi all'estero.

Il rapido rimborso dell'indebitamento finlandese è tanto più notevole in quanto la struttura del commercio estero di questo paese è cambiata in seguito all'industrializzazione del paese; l'importazione di strumenti di produzione, che rappresentava soltanto 15% delle importazioni totali prima della guerra, salì a 24% tra il 1920 ed il 1929 ed è ora di 30%. I prezzi remunerativi, mantenutisi per parecchi anni, della pasta di legno, della carta e del legname

giovano a spiegare l'eccedenza di attività nella bilancia dei pagamenti della Finlandia. Il loro declino, cominciato nel 1937, ha modificato in parte la situazione; nell'aprile 1939 il Governo finlandese ha emesso un prestito 2½% a 3 anni per scopi di riarmo, collocandone per 20 milioni di corone svedesi sul mercato svedese.

Se le obbligazioni finlandesi hanno costituito un investimento redditizio per il risparmiatore straniero, lo stesso non può affatto dirsi di molti altri prestiti esteri in circolazione negli ultimi due anni. Il grafico mostra le tre componenti principali dell'indice, calcolato dalla Municipal and General Securities Company e basato sulle quotazioni medie, nel primo semestre del 1934, di oltre un centinaio di obbligazioni estere. Dette obbligazioni hanno un valore nominale di £600 milioni, il che rappresenta un quinto del valore in



sterline di tutte le obbligazioni estere quotate alla borsa di Londra. L'indice completo (non raffigurato nel grafico) cadde di 50% dalla primavera del 1937 ai primi mesi del 1939. Tutti i gruppi parteciparono al regresso, le obbligazioni europee cadendo da oltre 100 a meno di 70, quelle del Vicino ed Estremo Oriente

da 120 a 60 e quelle dell'America meridionale e centrale da 130 a un po' più di 50; i timori di guerra in Europa, quella dell' Estremo Oriente e la caduta dei prezzi delle materie grezze furono i fattori principali del regresso durante gli ultimi due anni.

Nel marzo 1938 le obbligazioni austriache passarono sotto le norme della moratoria sui trasferimenti in vigore in Germania. Cionondimeno, la caduta generale dei corsi delle obbligazioni estere da un capo all'altro dell'anno sembra doversi attribuire piuttosto ai timori per l'avvenire che non ad un più frequente ripetersi di mancati pagamenti od infrazioni agli impegni contrattuali. Per esempio, mentre i prestiti dell'America meridionale e centrale continuarono a perdere terreno durante il 1938, i pochi cambiamenti che si sono verificati hanno piuttosto favorito gli obbligazionisti; tale è il caso del servizio dei prestiti cileni e peruviani.

In Europa, il Governo bulgaro ha offerto di aumentare i pagamenti a valere sulle cedole in scadenza ed il Governo ungherese, al principio del 1939, ha migliorato l'accordo del 1937 coi portatori esteri d'obbligazioni, consentendo al trasferimento di un terzo dei dividendi loro dovuti. Inoltre, fu migliorato il servizio delle obbligazioni estere jugoslave ed un ulteriore progresso fu fatto nel servizio delle obbligazioni polacche in contropartita della riduzione del loro tasso d'interesse da 7 a  $4\frac{1}{2}\%$ . Per quanto riguarda la Grecia, però, sebbene il servizio del debito estero sia fatto su scala ridotta, non è stata avanzata ancora alcuna offerta soddisfacente agli obbligazionisti.

Nel Vicino Oriente sono state accordate facilitazioni di trasferimento a certi prestiti esteri turchi: nell'Estremo Oriente, invece, le obbligazioni estere giapponesi hanno continuato a declinare, senza che si siano verificate però sospensioni nei pagamenti, mentre quelle cinesi hanno risentito le difficoltà incontrate dal Governo nel riscuotere le imposte nelle regioni occupate.

Durante un anno in cui il mercato delle obbligazioni estere ha subito scosse eccezionali, non si debbono passare sotto silenzio gli sforzi di parecchi paesi debitori per apportare tutti i miglioramenti che erano in loro potere nel servizio delle obbligazioni in mora. Resta, però, il fatto che la situazione d'inquietudine politica ed i bassi prezzi che ne derivano per i titoli esteri, anche quando il loro servizio continua ad effettuarsi in pieno, si oppongono ad una ripresa delle emissioni di titoli esteri sui mercati creditori, tranne quelle effettuate, per esempio, nel Regno Unito a favore di paesi dell'Impero britannico. A parte queste eccezioni, l'attività in materia di impieghi all'estero rimane pressochè limitata alle grandi aziende internazionali, che investono quali imprenditrici dirette. E spesso anche quest'ultima è ostacolata da difficoltà di trasferimento degli utili, tranne il caso in cui l'investimento stesso, come per le aziende petrolifere, fornisce la materia prima per il trasferimento.

## V. LA TENDENZA DEI TASSI D'INTERESSE.

L'eccezionale liquidità tanto delle imprese quanto dei privati, è all'ordine del giorno ed i tassi d'interesse a breve termine permangono generalmente a livelli straordinariamente bassi, quand'anche non diminuiscono ulteriormente. Negli Stati Uniti è comparso un tasso d'interesse negativo. Gli aumenti dei tassi nel Belgio, nella primavera del 1938, e nella Nuova Zelanda verso la fine dell'anno, vanno attribuiti a circostanze speciali per i detti paesi. Mentre i tassi a lungo termine continuarono a diminuire negli Stati Uniti ed in alcuni altri paesi, tra cui in particolare la Francia, dove si nota un deciso adeguamento verso il basso, in Inghilterra essi non hanno fatto, nell'ultimo quadriennio, che salire ininterrottamente, da circa  $2\frac{3}{4}\%$  nel 1935 a poco più di  $3\frac{1}{2}\%$  attualmente, aumentando lo stacco fra i tassi a breve e quelli a lungo termine. Tranne una o due eccezioni, i movimenti internazionali di capitali hanno avuto scarsa influenza sui tassi d'interesse. Il ristagno degli affari e le perturbazioni politiche coll'arrestare l'afflusso di capitale privato verso nuove imprese, hanno contribuito a spingerli maggiormente verso livelli ancor più bassi. I mercati dei capitali vengono sempre più dominati dall'intervento statale per finanziare gli armamenti.

Benchè le fluttuazioni effettive dei tassi nel corso dell'anno siano state lievi, si notano parecchi fenomeni di grande interesse in quanto mettono in luce talune tendenze che hanno profondo significato dal punto di vista della struttura del credito nei vari paesi.

### 1. IL CREDITO DELLE BANCHE CENTRALI ED I TASSI D'INTERESSE A BREVE TERMINE.

Come, già nel 1937, la fase di prosperità del ciclo economico non aveva dato luogo a cambiamenti nei saggi ufficiali dello sconto, così nel 1938 le crisi politiche internazionali lasciarono gli stessi immutati a livelli assai bassi. La tabella seguente mostra i saggi ufficiali di sconto delle banche centrali europee, alla fine del 1938 ed in marzo 1939, confrontati con quelli degli anni precedenti.

Diciannove banche centrali su venticinque lasciarono invariato il loro saggio di sconto durante l'anno, cinque lo diminuirono e per una sola esso risultò, in fine d'anno, più alto. In ciascun caso s'è riportato il saggio che si ritiene essere tipico per quella banca centrale. Talune banche, come, per esempio, la Banca d'Inghilterra, annunciano un solo saggio, mentre la maggior parte delle altre ne pubblicano parecchi, fino a nove in Lettonia, differenti a seconda che si tratti di clientela cittadina o rurale, di privati o di ditte, di cambiali all'esportazione o d'altra carta ecc.

Saggi di sconto delle banche centrali europee	Minimo 1925-1929	Fine 1936	Fine 1937	Fine 1938	Variazione 1938	Fine marzo 1939 <sup>(d)</sup>
<b>1. Saggi abbassati nel 1938</b>						
Francia . . . . .	3½	2	3	2½	- ½	2
Norvegia . . . . .	4½	4	4	3½ <sup>(a)</sup>	- ½	—
Romania . . . . .	6	4½	4½	3½	- 1	—
Spagna . . . . .	5	5	5	4	- 1	—
Lituania . . . . .	7	5½	5½	5	- ½	—
<b>2. Saggi rimasti invariati nel 1938</b>						
Svizzera . . . . .	3½	1½	1½	1½	—	—
Inghilterra . . . . .	4	2	2	2	—	—
Paesi Bassi . . . . .	3½	2	2	2	—	—
Svezia . . . . .	3½	2½ <sup>(a)</sup>	2½ <sup>(a)</sup>	2½ <sup>(a)</sup>	—	—
Ceco-Slovacchia . . . . .	5	3	3 <sup>(a)</sup>	3 <sup>(a)</sup>	—	—
Danzica . . . . .	5½	5	4 <sup>(a)</sup>	4 <sup>(a)</sup>	—	—
Danimarca . . . . .	5	4	4	4 <sup>(a)</sup>	—	3½ <sup>(a)</sup>
Finlandia . . . . .	6	4	4	4	—	—
Germania . . . . .	5	4	4	4	—	—
Ungheria . . . . .	6	4	4	4	—	—
Portogallo . . . . .	8	4½	4 <sup>(a)</sup>	4 <sup>(a)</sup>	—	—
Estonia . . . . .	7½	4½ <sup>(b)</sup>	4½ <sup>(b)</sup>	4½ <sup>(b)</sup>	—	—
Italia . . . . .	5½	4½	4½	4½	—	—
Polonia . . . . .	8	5	4½	4½	—	—
Lettonia . . . . .	6	5 <sup>(c)</sup>	5 <sup>(c)</sup>	5 <sup>(c)</sup>	—	—
Jugoslavia . . . . .	5½	5	5	5	—	—
Albania . . . . .	9	7	6	6	—	—
Bulgaria . . . . .	9	6	6	6	—	—
Grecia . . . . .	7½	7	6	6	—	—
<b>3. Saggi aumentati nel 1938</b>						
Belgio . . . . .	4	2	2	2½	+ ½	—

(a) ½% in meno per i risconti alle banche.  
 (b) ½% in meno per le accettazioni bancarie.

(c) ½% in più per le ditte private.  
 (d) Nel caso di variazioni posteriori al 1938.

Nel gruppo delle cinque banche centrali che hanno abbassato i saggi di sconto nel corso dell'anno, è particolarmente interessante la Banca di Francia i cui tassi riflettono, specialmente dopo il novembre scorso, il miglioramento della situazione esterna del paese. Nel settembre 1938, di fronte all'incalzare delle domande di risconto, il saggio ufficiale fu rialzato da 2½ a 3%; fu poi ribassato a 2½% in novembre e, nel gennaio 1939, a 2%, che è il più basso saggio che sia mai stato quotato in Francia. L'elasticità dimostrata recentemente nel detto paese nella manovra del saggio di sconto contrasta notevolmente colla rigidità dei tempi passati ed anche colla situazione attuale in taluni altri paesi. Il miglioramento della situazione creditizia francese a partire dal novembre scorso è anche messo in evidenza dall'espansione dei depositi presso gli istituti di credito e dall'alleggerimento dei tassi del mercato, tra cui il saggio di sconto degli ordinari pagherò del Tesoro da 75 a 105 giorni, che fu 1½% dal 12 dicembre 1938 in poi, contro 3% in settembre. Il 24 aprile 1939, questo saggio fu rialzato a 1¾%.

L'abbassamento del saggio di sconto da 4½ a 3½%, effettuato in Romania al principio di maggio 1938, rientrò in un piano mirante all'abbassamento di tutti i tassi d'interesse e va giudicato alla luce della nuova

disciplina delle banche, nonchè del decreto del 4 maggio 1938, che ridusse il limite massimo legale dei tassi d'interesse da 5 a 4% in più del saggio ufficiale di sconto, cioè da 9½ a 7½%.

La cifra figurante nella tabella per la Banca di Spagna, alla fine del 1938, rappresenta il saggio quotato a Burgos; a tale livello, che è il più basso finora quotato dalla Banca di Spagna, esso fu fissato nel novembre 1938.

Già nel gennaio 1938 s'era avuto l'abbassamento da 4 a 3½% in Norvegia; una riduzione analoga venne fatta in Danimarca più di un anno dopo (febbraio 1939). Queste due riduzioni riflettono il fatto che il gruppo delle partite correnti nella bilancia dei pagamenti presenta un saldo attivo e che il movimento dei capitali avviene generalmente nella direzione favorevole. Le banche norvegesi hanno continuato ad accrescere la loro liquidità; una delle due banche private che erano state assistite dalla Banca di Norvegia nel 1932, si trovò in grado di fare a meno d'ulteriori aiuti e si prevede che questo esempio sarà presto seguito anche dall'altra banca. In Danimarca, fino dall'autunno 1937, s'ebbe un preannuncio di condizioni monetarie più stabili quando la Banca nazionale cominciò a rallentare le vendite d'obbligazioni, vendite che avevano costituito una caratteristica della sua politica negli anni 1935 e 1936. Nel 1938, la Banca nazionale aumentò il suo portafoglio obbligazioni ed il 1° novembre ridusse da ½ a ¼% il tasso degli interessi corrisposto sui depositi a vista.

Il solo saggio ufficiale di sconto in Europa che in fine d'anno risultò rialzato, è quello della Banca nazionale del Belgio, la quale, nel maggio 1938, sviluppò un'energica difesa della moneta contro il violento esodo di capitali dal paese, dipendente dalla brusca svalutazione del franco francese alla quota 179. I vari provvedimenti adottati compresero il raddoppiamento del saggio ufficiale di sconto da 2 a 4% e lo svolgimento, in collaborazione coi principali istituti di credito del paese, di un programma inteso a impedire ogni espansione creditizia non giustificata da necessità commerciali, in un momento in cui gli affari erano in ristagno ed i prezzi declinavano. Questi provvedimenti possono riassumersi come segue:

- a) astensione delle banche dal concedere nuovi crediti non giustificati da operazioni industriali o commerciali perfettamente normali; rifiuto di crediti a persone non impegnate in affari, tranne casi eccezionali;
- b) facoltà alle banche di concedere l'utilizzazione dei crediti d'accettazione, dei crediti di tesoreria e delle facilitazioni di sconto già concessi ai loro clienti, ma soltanto:
  - entro i limiti in cui in media tali crediti erano stati utilizzati durante l'anno precedente (fino alla fine d'aprile 1938)
  - e contro dimostrazione del carattere commerciale del domandato; la carta

non presentante questi requisiti non sarebbe stata ammessa al risconto presso la Banca nazionale;

- c) astensione delle banche dal sostituirsi tra loro nelle concessioni di credito;
- d) per quanto riguarda le tratte emesse da clienti esteri, o girate a banche belga da istituti esteri, invito alle prime a non accoglierle allo sconto se non dopo accordo con la Banca nazionale per il loro risconto;
- e) astensione delle banche dal rimborsare, prima dell'epoca stabilita, i depositi ed altri averi dei propri clienti in conti loro.

Questi provvedimenti si riducono all'osservanza di due principii fondamentali:

- 1) cedere oro contro biglietti senza restrizione;
- 2) rendere però scarse le disponibilità in biglietti, e cioè rendere difficile e oneroso ottenerle per chi già non ne possiede. Ciò implica l'aumento del saggio di sconto ed una politica restrittiva del credito o almeno una forte resistenza all'espansione del credito per fini speculativi.

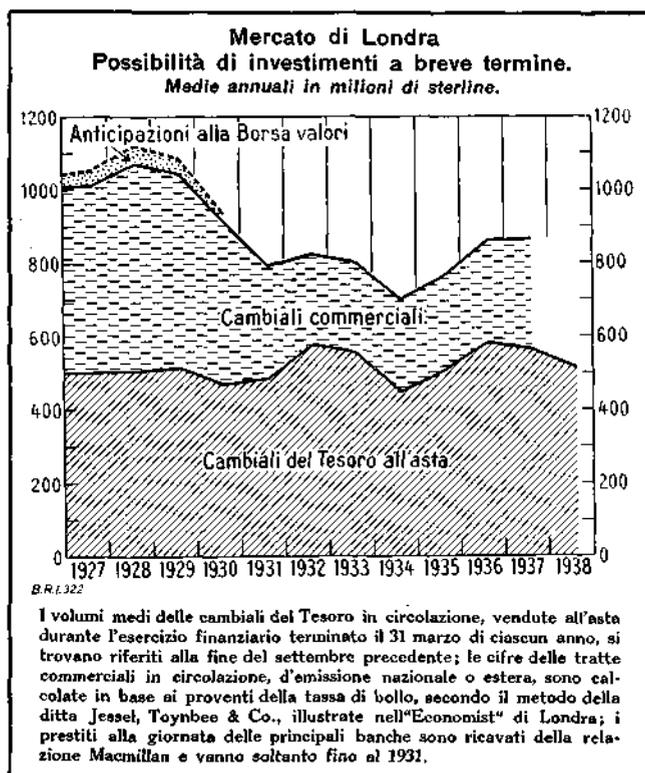
Pochi giorni dopo l'adozione di questi provvedimenti l'attacco alla moneta sfumò; erano passati dieci giorni allorché le misure furono rese meno rigide e, venti giorni dopo il primo rialzo, il saggio di sconto fu ridotto da 4 a 3%, affinché, se qualche leggero inconveniente fosse stato recato agli affari ordinari, esso avesse brevissima durata. Ogni ulteriore abbassamento del saggio di sconto dovette essere differito, date le ripercussioni degli avvenimenti politici internazionali nell'estate e nell'autunno, ma nell'ottobre 1938 il saggio fu ridotto a 2½%. Tuttavia, il 17 aprile 1939, esso fu nuovamente rialzato a 4%.

La situazione del mercato monetario di Londra non subì praticamente alcuna ripercussione dal grande esodo di capitali e dalla depressione degli affari. Questi fattori, infatti, si può dire si siano compensati tra loro in quanto la diminuzione dei prezzi e la liquidazione dei titoli resero disponibili capitali per altri impieghi, mentre l'esodo avvenne per lo più a spese dei fondi impiegati a breve termine. Fattore importante di prevenzione dei perturbamenti sul mercato monetario fu, naturalmente, il ben noto meccanismo del Fondo di perequazione dei cambi, il quale, con un minimo di attriti, ricuperò la massa liquida occorrente alle banche. Le operazioni compensatrici del Fondo contribuiscono a spiegare perchè vi furono relativamente piccoli cambiamenti nei tassi a breve termine; ma la ragione per cui essi rimasero così bassi a Londra (come in qualche altro centro) si ritrova nell'abbondanza di disponibilità liquide, in un momento in cui gli affari, in generale, ne avevano scarso bisogno. Il saggio di sconto si è mantenuto da quasi sette anni a 2%, mentre lo sconto delle cambiali del Tesoro si è scostato da ½% soltanto per brevi periodi, ed ancora un sì "alto" livello ha potuto mantenersi solamente perchè il mercato si è adoperato per non lasciarlo cadere.

Sul mercato monetario di Londra, le possibilità di impiego a breve termine sono diminuite considerevolmente nel corso degli ultimi dieci anni, come si rileva dal grafico. Le disponibilità delle banche possono servire a finanziare movimenti d'oro e riporti su cambi, ma la materia essenziale per l'impiego a breve termine consiste in effetti, cioè: tratte per il finanziamento del commercio interno ed estero e cambiali per il finanziamento dei fabbisogni momentanei

del Tesoro.

Il volume delle cambiali del Tesoro vendute "all'asta", il quale dà una certa idea delle possibilità che s'offrono all'investimento da parte degli enti privati, ha oscillato intorno a £500 milioni nel corso degli ultimi dieci anni, nonostante l'emissione di cambiali sul mercato per il finanziamento d'acquisti d'oro da parte del Fondo di perequazione dei cambi. C'è stata quindi una contrazione nel volume delle cambiali emesse per i bisogni del Tesoro, riduzione voluta allo scopo di mantenere il debito fluttuante



entro certi limiti. Di tanto in tanto sono stati emessi dei prestiti di consolidamento, ed il ricavo dei prestiti governativi a lungo termine emessi per altri scopi è stato impiegato, in primo luogo, a ridurre il debito fluttuante (che in seguito tornò ad espandersi mano a mano che veniva utilizzato il denaro). Non si è avuta, nell'esercizio 1938/39, la consueta espansione di vendite di cambiali all'asta nell'autunno e nell'inverno (cagionata dal movimento stagionale del disavanzo di bilancio) ma vi è stata una rapida diminuzione a partire da £585 milioni nel giugno 1938 per giungere nel marzo 1939 a £350 milioni, che è il più basso livello dalla fine della guerra in poi. Questa contrazione fu dovuta in primo luogo all'emissione, in giugno, di un prestito statale a lungo termine per £80 milioni e, in secondo luogo, al grande esodo dell'oro, la cui accumulazione era stata finanziata mediante cambiali del Tesoro.

La diminuzione della circolazione di cambiali commerciali va posta in relazione, in primo luogo, con un lento cambiamento nei metodi di finanzia-

mento, in quanto, da una parte, è largamente invalso l'uso di concedere crediti diretti là dove prima s'usavano cambiali, e, dall'altra, le aziende commerciali ed industriali si autofinanziano in assai più larga misura che non in passato. Prima del 1914, il volume delle cambiali commerciali in circolazione rappresentava circa il doppio delle cifre attuali, le quali comprendono qualche cosa come £40 milioni di cambiali "congelate" soggette ad "accordi di proroga". Negli anni dal 1920 al 1930, i prestiti di denaro giornaliero rappresentarono una frazione piccolissima delle attività delle grandi banche, ed attualmente il loro volume totale è certo assai inferiore a quello di dieci anni fa. Il complesso dei prestiti consentiti, alla Borsa valori direttamente dalle banche in genere, e delle anticipazioni al pubblico per acquisto di titoli non è noto, ma è evidente che deve essere assai maggiore che non il volume dei prestiti diretti delle sole "clearing banks" alla Borsa valori.

La scarsità delle possibilità d'investimento a breve termine coincide coll'aumento della domanda. I depositi complessivi delle dieci banche affiliate fin dall'origine alla stanza di compensazione, le quali conservano generalmente, oltre al 10% in cassa, circa 20% in attività a breve termine, sono cresciuti da £1843 milioni in dicembre 1928 a £2172 milioni in dicembre 1938. Se la percentuale teorica di 20% fosse osservata rigorosamente, occorrerebbero, in contropartita di questi depositi, circa £430 milioni, sia in effetti conservati direttamente in portafoglio, sia indirettamente sotto forma di prestiti al mercato dello sconto. Si è detto che, allo scopo di facilitare il meccanismo del sistema bancario e del mercato monetario, dovrebbe accrescersi l'emissione di cambiali del Tesoro. Ma il pericolo costituito da un vasto debito fluttuante, specialmente in tempi di tensione politica, è così grande da rendere dubbio se sia prudente di procedere a tale aumento, il quale poi non è indispensabile per quanto riguarda il finanziamento del Tesoro. Già si è reso necessario restringere la circolazione delle obbligazioni comunali che avevano tendenza a crescere al di là dei limiti desiderabili. In un'epoca in cui si è reso indispensabile modificare parecchie abitudini tradizionali della stessa banca centrale, allo scopo di mantenerla in contatto con la realtà, è naturale che le grandi "clearing banks", pur rispettando le regole di liquidità di cui esse hanno accertata la bontà, le abbiano applicate con quella adattabilità ed elasticità che occorre per garantire il funzionamento regolare del sistema bancario nelle condizioni moderne.

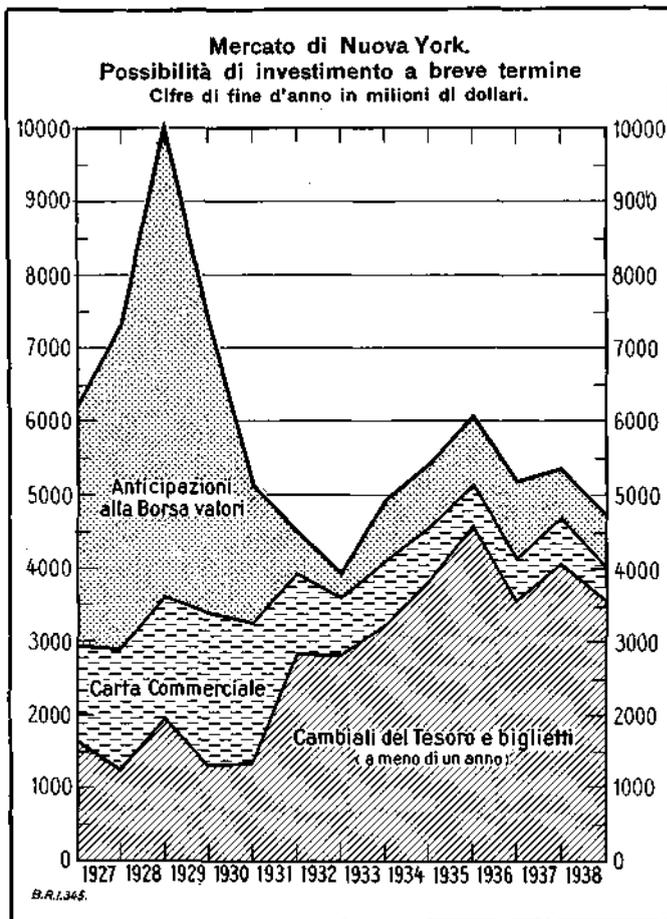
Sullo stesso mercato dello sconto, all'offerta di cambiali si è aggiunta quella dei "shorts", cioè dei buoni a scadenza in pochi anni. Ciò non costituisce una novità, perchè era d'uso anche prima del 1914, ma negli anni recenti questa pratica si è grandemente estesa. Che essa comporti dei pericoli apparve nel settembre 1938, quando venne a scarseggiare l'offerta di denaro al mercato dello sconto da parte delle banche straniere e le quotazioni dei buoni stessi

scesero fortemente in borsa. Nelle circostanze presenti, la sparizione delle piccole ditte dal mercato è stata un'evoluzione inevitabile. I conti pubblicati dalle ditte più importanti rivelano che esse sono riuscite a conservare sufficienti possibilità di guadagno anche nelle condizioni sfavorevoli degli ultimi anni.

Come era accaduto nel 1937, il mercato superò la scadenza di fine giugno 1938 senza dover ricorrere alla Banca d'Inghilterra, ma alla fine di dicembre ciò si rese necessario in considerevole misura, più che altro a motivo di circostanze tecniche (l'ultimo giorno dell'anno fu un sabato). Tale ricorso all'aiuto della Banca d'Inghilterra, il quale rappresenta una specie di "penale" anche in tempi normali quando il margine fra il saggio ufficiale di sconto ed il tasso del mercato è, per esempio,  $\frac{1}{2}\%$ , diviene particolarmente oneroso adesso che il margine si eleva a non meno di  $1\frac{1}{2}\%$ . A questo riguardo è interessante l'impiego, inaugurato l'anno scorso, di una nuova tecnica di operazioni sul mercato libero, somigliante a quella in uso a Nuova York, dove la Banca di Riserva Federale quota un tasso per l'acquisto di accettazioni bancarie, inferiore al tasso del risconto e prossimo a quello del mercato. In Inghilterra non si è quotato pubblicamente un tale tasso, ma esso è stato applicato qualche volta (specialmente nel maggio 1938) dall'operatore della Banca d'Inghilterra, il quale si dichiarò compratore di cambiali ad un prezzo prossimo al tasso di mercato. La differenza principale fra questo metodo per fornire denaro al mercato ed il consueto acquisto ufficiale di cambiali sta nel fatto che l'iniziativa delle singole operazioni viene trasferita dalla banca centrale alla singola azienda che cerca denaro.

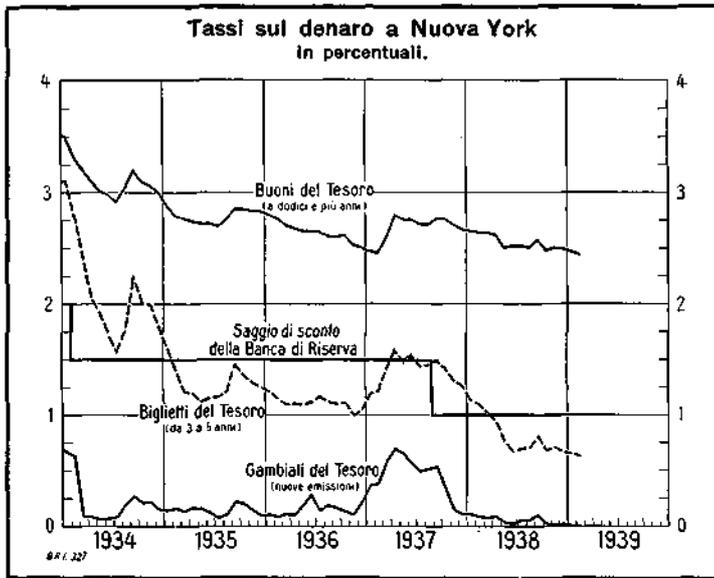
Il mercato monetario a Nuova York ha presentato, nel 1938, un quadro di abbondanza di denaro senza precedenti, causata dal rapido accumularsi di fondi mentre, simultaneamente, si restringevano le normali possibilità d'impiego. Le eccedenze di riserve complessive delle banche affiliate al sistema federale si accrebbero, nell'aprile 1938, di \$760 milioni per effetto della diminuzione delle riserve obbligatorie. In secondo luogo, il persistente ristagno degli affari nella prima metà dell'anno, la diminuzione dei prezzi e la liquidazione delle scorte di magazzino furono accompagnate dalla riduzione dei crediti commerciali aperti dalle banche, riduzione che continuò fino all'agosto. L'influenza della vivace ripresa degli affari nella seconda metà dell'anno e lo sviluppo stagionale dei finanziamenti dei raccolti furono quasi interamente annullati dal continuo rimborso di vecchi crediti, il che conferma l'esperienza del passato e cioè che, dopo un ristagno, le ditte si trovano esse stesse, di solito, in possesso di fondi sufficienti per autofinanziarsi nei primi tempi d'espansione. In terzo luogo, l'importazione di quasi \$2 miliardi di oro accrebbe tanto i depositi quanto le riserve delle banche affiliate, all'infuori di \$500 milioni passati al Tesoro a titolo di oro "libero" non utilizzato.

Parallelamente a questo grande aumento dell'offerta di denaro c'è stata una diminuzione sensibile della carta disponibile per investimenti a breve termine. Come in tutti i mercati monetari, le possibilità offerte a tale genere di investimenti si ripartiscono in tre categorie generali: carta a breve termine emessa dallo Stato o da enti pubblici, tratte per il finanziamento del commercio interno ed estero e prestiti a breve termine agli agenti di cambio. Negli ultimi anni prima del 1930, questa ultima categoria di investimenti costituì la principale possibilità d'impiego sul mercato monetario di Nuova York, ma questi prestiti si sono ridotti a circa un decimo del primitivo volume, il quale in realtà era assai più grande di quanto non fosse desiderabile. Le accettazioni bancarie e altra carta commerciale (figuranti sotto la voce "carta commerciale" nel grafico seguente) benchè cresciute leggermente di volume durante la ripresa del 1937, rappresentano attualmente circa un quarto del volume di dieci anni fa. Come in altri centri finanziari, le innovazioni di metodo nel finanziamento del commercio, in particolare la sostituzione di crediti diretti alle tratte, sembra indicare l'esistenza di una lenta tendenza sfavorevole a questo tipo di carta.



Pertanto, il mercato monetario di Nuova York, come del resto tutti i mercati monetari del mondo, ha preso l'abitudine di fare sempre maggiore assegnamento sulle emissioni statali a breve e medio termine.

Sebbene il grafico qui accanto sia stato concepito in modo analogo a quello riferentesi al mercato londinese, occorre mettere in guardia contro un raffronto troppo stretto. Le cifre prestiti alla Borsa sono complete per Nuova York ma non per Londra, e l'inclusione dei biglietti del Tesoro americano a non più di un anno di scadenza (in aggiunta alle cambiali del Tesoro a tre mesi) non trova corrispondenza nel



milioni, compresi i biglietti ad uno anno o meno di scadenza.)

La riduzione del volume dei biglietti e delle cambiali del Tesoro nel 1938, fu dovuta, in parte, alla continua conversione in titoli a più lunga scadenza, in parte a riacquisti connessi alla desterilizzazione dell'oro, operazione quest'ultima, che ha il doppio effetto di aumentare le disponibilità di cassa delle banche affiliate e di ridurre le possibilità d'impiego. Il risultato di queste influenze fu l'ulteriore forte riduzione dei tassi d'interesse, già bassi oltre il normale, e la maggiore accumulazione di inutili disponibilità.

La diminuzione dei tassi d'interesse, specialmente di quelli a brevissimo

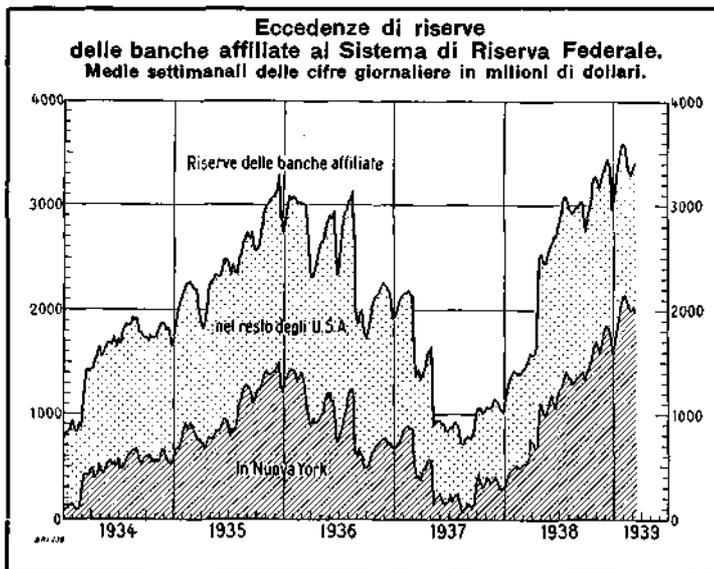
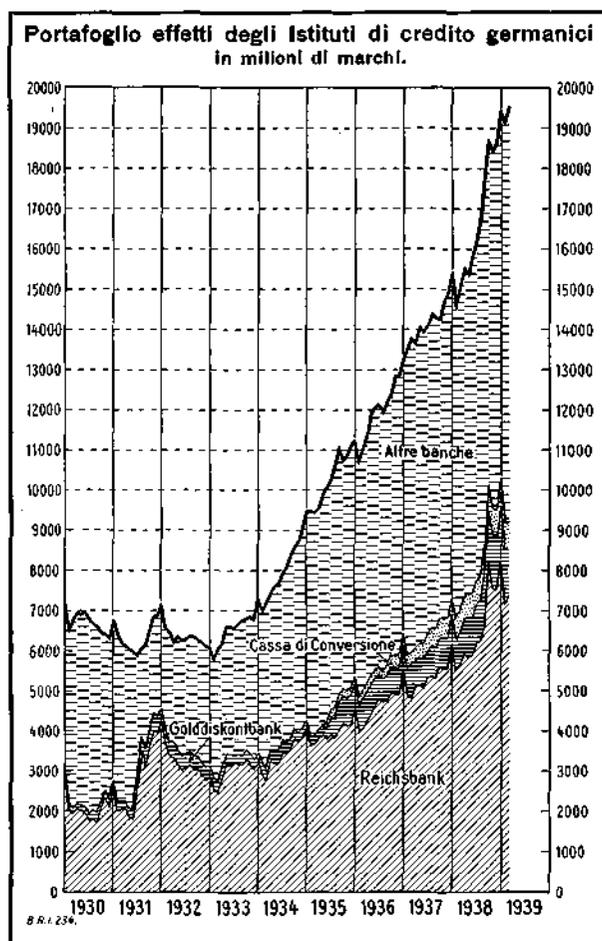


grafico per Londra. Allo stesso modo come il mercato londinese ha dovuto assorbire dei "shorts", lo stesso si è verificato per quello di Nuova York con i biglietti del Tesoro (Treasury notes) a più di un anno di scadenza. (L'ammontare in circolazione ascendeva alla fine del 1938, a circa \$8500

termine, continuò finchè, verso la fine di dicembre, il reddito sulle cambiali del Tesoro spari completamente e si produsse lo straordinario fenomeno di un tasso negativo d'interesse, non soltanto per gli effetti che già si trovavano sul mercato, ma anche per quelli di nuova emissione; in altri termini, il Tesoro non

ebbe da pagare interesse sul denaro preso a prestito, ma ricevette un premio all'emissione. La causa principale di questo fatto, a parte le necessità per le banche di gonfiare la presentazione dei bilanci, fu la domanda di titoli a breve termine esenti da imposte, onde diminuire la materia imponibile. Inoltre, le quotazioni di mercato dei biglietti del Tesoro furono deformate coll'introdurvi il valore dei futuri "diritti" che il possesso di biglietti maturati conferisce in relazione alla sottoscrizione a nuove emissioni di titoli statali. Così taluni biglietti salirono da 1 a 2 % al di sopra del prezzo corrispondente ad un reddito nullo. Questo premio di 1 o 2 % fu riguardato come rappresentante il valore del diritto ad ottenere in cambio del buono o biglietto scaduto cento per cento di nuovi buoni o biglietti.

Le disponibilità di cassa che le banche affiliate non riescono ad impiegare, rappresentate dalle loro eccedenze di riserve, salirono alla cifra senza precedenti di 4 miliardi di dollari nell'aprile 1939, e talune banche di Nuova York qualche volta hanno avuto riserve di cassa superanti i depositi di 50% e più. Data la diminuzione di domanda per finanziamento di affari e la riduzione



di volume della carta statale a breve termine, il denaro fu inutilizzabile ed in gran parte rimase senza impiego. Perfino il Sistema di Riserva Federale provò difficoltà, nel dicembre 1938, a sostituire le cambiali del Tesoro venute a scadenza. Nel 1938, con la produzione industriale a tre quarti ed i prezzi all'ingrosso a quattro quinti del livello del 1929, i depositi complessivi delle banche affiliate superarono leggermente i biglietti in circolazione e superarono grandemente il volume di dieci anni prima, il che indica una considerevole diminuzione di velocità di questi due mezzi di circolazione nonchè un mutamento della loro importanza relativa quali mezzi di pagamento.

In Italia il totale dei crediti concessi dalle aziende raccogli-

trici di risparmio a breve termine è salito da 29,8 miliardi di lire in giugno 1937 a 32,3 miliardi al 30 giugno 1938, con un aumento dell'8,5%. Ma ove si aggiungano le facilitazioni di credito accordate da taluni enti specializzati quali, ad esempio, gli istituti di credito fondiario ed agrario, il totale globale, al giugno 1938 ammontava a circa 43 miliardi di lire. Un esame dell'espansione di credito verificatasi negli anni recenti dimostra che quest'ultimo è stato prevalentemente utilizzato per lo sviluppo del programma autarchico e per il finanziamento stagionale di raccolti agricoli; del totale in essere, al giugno 1938, sopra indicato in 43 miliardi di lire, l'industria edilizia, le opere pubbliche e di bonifica hanno assorbito per circa 8,7 miliardi di lire, l'agricoltura per 6,5 miliardi, e via di seguito. Tra l'agosto 1936 ed il giugno 1938 l'espansione di credito concesso da aziende raccoglitrice di risparmio a breve termine fu di 5,2 miliardi, e cioè di circa il 20 per cento.

In Germania, il nuovo piano di finanziamento delle spese governative, annunciato dal Presidente della Reichsbank nel marzo 1938, mirava a frenare l'espansione del credito della banca centrale ed a far fronte al fabbisogno statale coi redditi ordinari e col risparmio raccolto mediante emissioni governative. A questo sistema fu data una certa elasticità coll'ammettere la possibilità di pagamenti parziali di forniture mediante l'emissione, in misura limitata, di "buoni di consegna" a sei mesi di scadenza, non riscontabili, a differenza degli antichi buoni "speciali", di cui cessò l'emissione dopo il marzo 1938. A mano a mano che i buoni "speciali", a sei mesi, vennero a maturare (l'ultimo, nel settembre 1938), essi affluirono attraverso il sistema bancario alla Reichsbank, la quale si assunse la responsabilità di amministrare quelli che non erano stati liquidati e gradualmente consolidarli nel corso dei prossimi anni, sotto forma di prestiti a lungo termine. Alcuni dei buoni speciali furono sostituiti da "buoni in blocco", specie di consolidamento, ma non è stato reso pubblico il volume dei titoli trattati in questo modo. Nel frattempo, i nuovi "buoni di consegna" furono emessi dall'aprile 1938 in poi nel quantitativo di circa 500 milioni di marchi al mese, cosicchè sei mesi dopo, in ottobre, ne circolavano per 3 miliardi di marchi, di cui 2 miliardi erano stati presi dalle banche che pubblicano situazioni mensili, come, infatti, si rileva da queste ultime.

Grandi banche berlinesi — Voci principali di bilancio  
(in milioni di marchi)

Fine d'anno	Attività				Passività
	Effetti e assegni	Cambiali del Tesoro	Portafoglio Titoli	Anticipa- zioni	Depositi ecc.
1935	1589	613	881	3438	6159
1936	2069	442	996	3132	6342
1937	2620	407	998	3012	6781
1938	2243	1229	1151	3223	7627

Il ritiro dei buoni speciali riscontabili e la loro sostituzione con buoni di consegna non riscontabili creò, naturalmente, dei problemi di liquidità per il sistema bancario.

La tabella rende evidente che, oltre al portafoglio titoli, è aumentato anche quello di cambiali del Tesoro e in misura superiore alla diminuzione subita dal portafoglio "effetti e assegni". Quest'ultima voce comprende i pagherò riscontabili emessi dalla Golddiskontbank (cioè i pagherò con una firma, e a tre mesi, emessi per assorbire le disponibilità liquide del mercato e con queste rilevare una parte del portafoglio effetti della Reichsbank). Il volume dei pagherò in circolazione era stato in passato un buon indice d'abbondanza relativa nel mercato monetario, ma nell'ultima metà del 1938, i pagherò furono ricercati in quanto rappresentano un'attività bancaria rapidamente mobilizzabile ed allora si ebbe un aumento d'emissione parallelamente ad una diminuzione della liquidità bancaria sotto altri punti di vista. Per la prima volta da alcuni anni si verificò una espansione delle anticipazioni commerciali accordate dalle banche, espansione che benchè relativamente piccola, fu indice di un cambiamento di direzione. Sebbene le ditte fornitrici dello Stato abbiano disponibilità liquide adeguate, altre hanno recentemente dato prova di minor liquidità rivolgendosi alle banche in cerca di capitale liquido. Altre ragioni che spiegano la domanda di anticipazioni si riscontrano nei trapassi di proprietà delle aziende private dovuti all'arianizzazione delle ditte ebraiche.

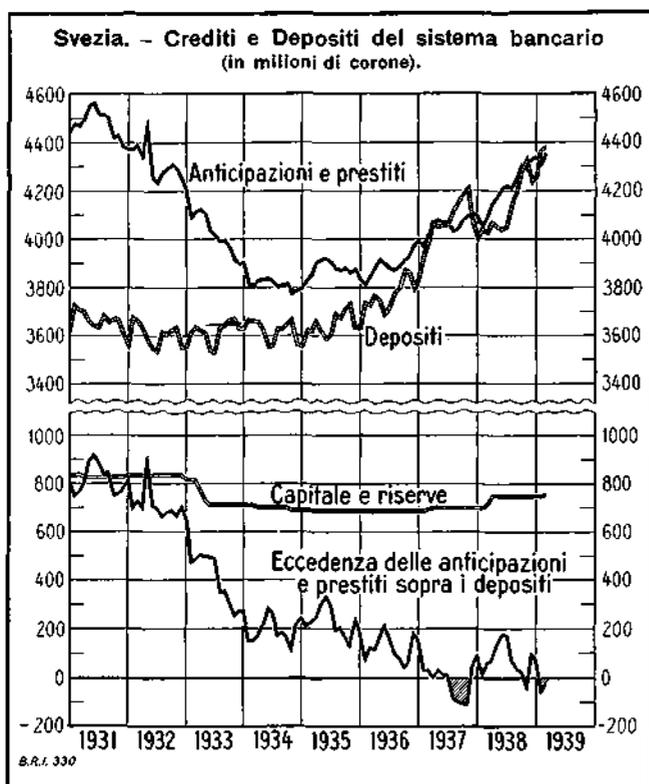
In base ad un nuovo piano finanziario, annunciato nel marzo 1939, non vengono più emessi i buoni di consegna dopo la fine d'aprile 1939, ma dal 2 maggio 1939 in poi i pagamenti verranno fatti parte in contanti e parte in certificati. Ciò si applica in primo luogo agli imprenditori che lavorano per il governo, per gli Stati, per i consorzi intercomunali, per le ferrovie e strade statali e per l'amministrazione postale; il Ministro delle Finanze può aggiungere altre categorie a questo elenco. Sessanta per cento sarà pagato in contanti e quaranta per cento ripartito egualmente tra due tipi di certificati fiscali. Questi certificati posseggono una limitata forza liberatoria in quanto coloro che li ricevono possono utilizzarli per i pagamenti, fino a concorrenza di 40%, ai rispettivi sub-appaltatori o fornitori che lavorano direttamente o indirettamente in esecuzione a contratti governativi. I certificati del primo tipo possono, a scelta, essere utilizzati al pieno valore nominale come mezzo di pagamento delle tasse, dopo un intervallo di 6 mesi, oppure essere conservati a titolo di investimento per oltre sei mesi, nel quale caso fruiscono di determinati privilegi in relazione ai futuri pagamenti di tasse. I certificati del secondo tipo potranno essere consegnati in pagamento di tasse soltanto dopo tre anni e calcolati a 112%, ma nel frattempo potranno essere utilizzati come garanzia collaterale a fronte di anticipazioni bancarie (inclusa la Reichsbank). Siccome soltanto il Reich

emette tali certificati, le altre amministrazioni ed enti pubblici sopra menzionati, obbligati a servirsi di certificati a parziale pagamento dei loro fornitori, non possono procurarsene se non acquistandoli dal Reich contro contanti. Contemporaneamente è stato annunciato che, al fine di lasciare le risorse del mercato del capitale a disposizione dei crescenti bisogni di finanziamento privato, i prestiti a lungo termine del Reich saranno emessi in avvenire soltanto eccezionalmente.

I mercati monetari della Svizzera, Olanda e Svezia hanno continuato a trovarsi in anormali condizioni d'eccessiva liquidità e, a causa delle eccezionali disponibilità di cassa del sistema bancario, i movimenti d'uscita di capitali verso l'estero non hanno praticamente prodotto nessun effetto sui tassi. Il saggio ufficiale di sconto in Svizzera, immutato a  $1\frac{1}{2}\%$  dal novembre 1936, continua ad essere il più basso d'Europa. Il saggio di sconto del mercato rimane invariato a  $1\%$  ed i prestiti alla giornata a Zurigo, che si negoziavano a  $1\%$  nel 1937 e nel 1938, sono scesi a  $\frac{1}{2}\%$  nel gennaio 1939. I depositi a vista presso la Banca nazionale, per riflesso delle condizioni del mercato monetario, sono saliti al principio del 1938 ad oltre 2 miliardi di franchi svizzeri, cioè venti volte la cifra media delle annate normali anteriormente al 1930. Similmente in Olanda, collo sconto ufficiale invariato a  $2\%$  dal dicembre 1936, il saggio di sconto del mercato è rimasto durante tutto l'anno a  $\frac{1}{8}\%$ , tranne un momentaneo piccolo rialzo nel settembre. Le anticipazioni a un mese agli agenti di cambio contro titoli si fanno a  $\frac{1}{2}\%$ , contro una media di  $\frac{3}{4}\%$  nel 1937 e circa  $2\%$  nel 1936. I depositi a vista alla Banca neerlandese si mantengono molto alti, e poco uso fu fatto della possibilità di sconto anche nel settembre 1938. In marzo e aprile 1939 sembra esservi stato un irrigidimento dei tassi per effetto della situazione politica internazionale.

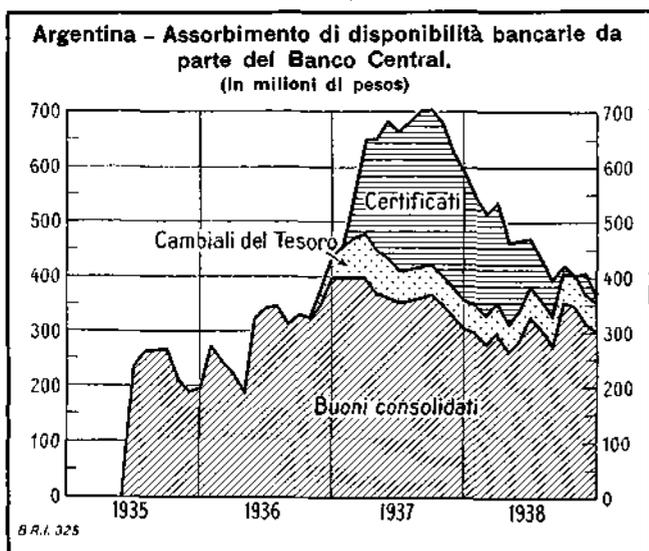
In Svezia, ove si può dire che non esista mercato monetario al di fuori delle banche, la situazione è indicata dalle cifre delle banche stesse. Prima del 1932, il complesso dei crediti concessi dalle banche commerciali superava i depositi di una cifra all'incirca pari al totale del capitale e riserve delle banche stesse. Negli anni seguenti questa eccedenza di crediti diminuì rapidamente e nel 1937 apparve, per la prima volta nella storia bancaria svedese, un'eccedenza di depositi. La contropartita di quest'ultimi si trova nell'accrescimento dei depositi a vista delle banche presso la Riksbank, il volume dei quali è straordinariamente alto. La situazione non è cambiata gran che nel 1938, benchè le banche siano riuscite a trovare nuove possibilità di prestar denaro, specialmente contro ipoteche.

Negli altri paesi d'Europa si notano, in generale, poche differenze rispetto agli anni precedenti, tranne, tutt'al più, una più forte tendenza all'abbondanza di denaro, situazione che si riscontra tanto nei paesi il cui mercato è difeso dall'influenza esterna mercè restrizioni ai cambi, quanto nei paesi a moneta libera.



misure intese a facilitare l'espansione del mercato dei capitali.

Nei paesi d'oltremare a economia prevalentemente agricola, come l'Australia, la Nuova Zelanda, l'Argentina e l'India, la caduta dei prezzi all'esportazione col conseguente disavanzo nel gruppo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, ha portato naturalmente ad una certa rarefazione sul mercato



La Banca centrale di Turchia, il 1° luglio 1938 ha ridotto a 4% il suo saggio di sconto che era rimasto immutato a 5½% fino dal marzo 1933.

Pur lasciando invariato il saggio di sconto ufficiale, la Banca del Giappone ha istituito un nuovo provvedimento grazie al quale è possibile, mediante garanzia sotto forma di deposito di obbligazioni industriali, assicurarsi il risconto di determinati effetti prima di negoziarli effettivamente; essa ha anche abbassato taluni tassi di interesse su anticipazioni contro depositi di determinate obbligazioni industriali e ha preso altre

monetario. In Argentina, il Banco Central, coll'assorbire le eccedenze di fondi disponibili presso le banche, aveva tenuto in pugno il mercato, la cui liquidità era stata accresciuta dalla forte eccedenza attiva nella bilancia dei pagamenti del 1936—37. Come si rileva dal grafico qui accanto, il movimento opposto della bilancia dei pagamenti nel 1938 ha cagionato il ribasso dei titoli emessi sul mercato.

In Australia e in India, il cambiamento delle condizioni si è tradotto in una certa pressione sulle disponibilità di cassa delle banche commerciali e nella tendenza al rialzo dei tassi d'interesse della banca centrale per crediti all'interno, senza però che sia stato necessario rialzare il saggio ufficiale dello sconto.

Il cambiamento delle condizioni nella Nuova Zelanda ha assunto un aspetto più grave. Per alcuni anni il Governo aveva praticato una politica espansionistica, le cui conseguenze ultime furono mascherate dalla situazione favorevole in cui il mercato si trovava. I prezzi all'esportazione salirono ininterrottamente dal 1934 alla fine del 1937, aumentando in complesso di 50% all'incirca, e nel 1933 si era costituita un'assai grande riserva di disponibilità in sterline. L'ampiezza dell'espansione può rilevarsi dal volume delle anticipazioni della Banca di riserva al Governo (in parte relativo a progetti di vendite commerciali sul mercato): da zero alla fine del 1935 e 7 milioni di sterline neozelandesi nel 1936 e 1937, tale volume è salito a 16 milioni di sterline neozelandesi alla fine del 1938 (e a 20 milioni nel marzo 1939). Al contempo, il rapporto delle anticipazioni delle banche commerciali ai depositi salì dal consueto 70% a 82½% nel dicembre 1937 e 92½% nel dicembre 1938. Le esportazioni diminuirono per effetto del ribasso dei prezzi a partire dalla fine del 1937, ma le importazioni rimasero pressochè invariate, cosicchè l'eccedenza di esportazione di merci si ridusse a cifre insufficienti per controbilanciare le importazioni invisibili e tale difetto, aggiunto ad una certa esportazione di capitali, finì per diminuire le disponibilità in sterline della Banca di riserva da oltre 18 milioni di sterline neozelandesi nel giugno a 4½ milioni in dicembre 1938. In tali condizioni fu necessario prendere rigidi provvedimenti per preservare il cambio ed impedire un'ulteriore inflazione. Oltre a importanti restrizioni ai cambi, la Banca di riserva rialzò nel novembre il saggio di sconto da 2 a 4%. Peraltro, le banche commerciali non ricorsero per prestiti alla banca centrale e rimasero in possesso di sufficienti disponibilità in sterline per procurarsi moneta nazionale ogni volta che ne ebbero bisogno. Esse sono in obbligo di mantenere presso la Banca di riserva depositi a vista per un minimo di 7%, percentuale che la Banca di riserva può esigere sia aumentata. Il problema non consiste però nel ridurre le domande di credito dei privati o delle banche alla banca centrale, bensì nel porre un freno al ricorso diretto del Governo al credito.

I rialzi dei saggi ufficiali di sconto che sono stati praticati negli anni recenti sono eccezionali ed il buon mercato del credito continua ad essere di regola sui vari mercati. Tranne qualche eccezione, la stessa tendenza si ritrova nei tassi d'interesse a lungo termine, nonostante la crescente domanda dei go-

verni per finanziare il riarmo ed altre spese eccezionali. Il fatto che le banche commerciali di parecchi paesi posseggono vasti investimenti in buoni del Tesoro ed inclinano anche ad aumentare le loro anticipazioni contro ipoteche, significa che si stabilisce un sempre più intimo legame fra il mercato monetario e quello dei capitali.

2. MERCATI DEI CAPITALI E TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE.

In nessun paese del mondo il Governo ha fatto ricorso al credito in così grande misura come negli Stati Uniti, ove il bilancio dello Stato ha presentato costantemente, dal 1930 in poi, un considerevole disavanzo. L'andamento del bilancio e la situazione di cassa del Tesoro mostrano l'intensificazione del programma di spese nel 1938, dopo che s'era avuto un certo rallentamento nel 1936-37.

Bilancio federale e situazione del Tesoro degli Stati Uniti  
dal 1936 al 1939  
(in milioni di dollari)

Trimestre	Bilancio			Altri conti (netto)	Fabbisogno complessivo del Tesoro (-)	Metodo di finanziamento	
	Entrate	Uscite	Disavanzo			Aumento (+) d'emissioni dirette ufficialmente	Aumento (-) del saldo del "Fondo generale"
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1936 terzo trimestre	1136	1907	- 771	- 256	- 1027	+ 533	+ 494
quarto „	1022	1956	- 934	- 15	- 949	+ 667	+ 282
1937 primo „	1570	1987	- 417	+ 112	- 305	+ 225	+ 80
secondo „	1565	2592	- 1027	+ 742	- 285	+ 1013	- 728
terzo „	1651	1912	- 261	+ 424	(+ 163)*	+ 143	- 306
quarto „	1526	1778	- 252	+ 225	- 27	+ 140	- 113
1938 primo „	1643	1796	- 153	+ 307	(+ 154)*	+ 14	- 168
secondo „	1422	2140	- 718	+ 363	- 355	- 569	+ 924
terzo „	1509	2196	- 687	+ 420	- 267	+ 1030	- 763
quarto „	1418	2308	- 890	+ 161	- 729	+ 834	- 105
1939 primo „	1463	2225	- 762	+ 816	(+ 54)*	+ 252	- 306

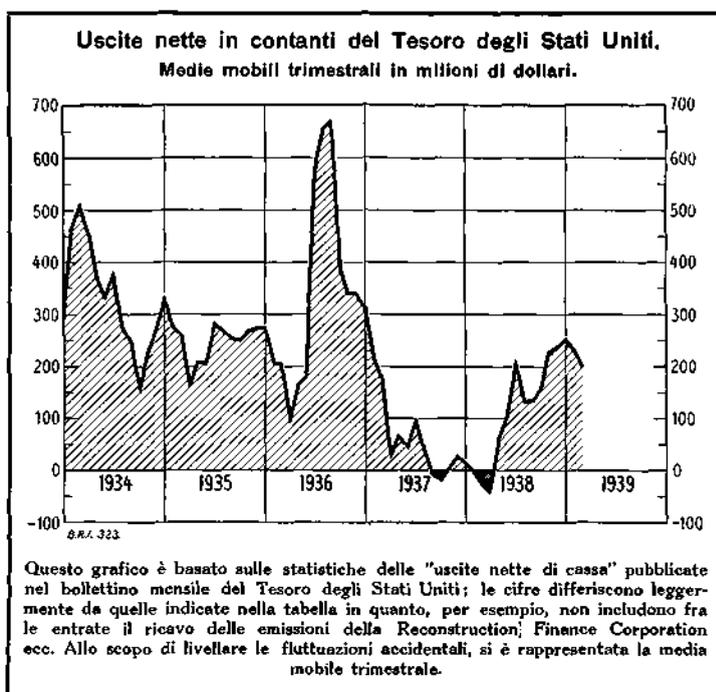
\*) Eccedenza di entrate in contanti.

Le colonne 1 a 3 riportano i dati di bilancio pubblicati; la terza colonna indica il disavanzo contabile. Nella colonna 4 è indicato il movimento del saldo netto dei vari conti non compresi nel bilancio ed influenzanti la situazione di cassa del Tesoro. Tra l'altro questa colonna riflette il pagamento dei buoni consegnati nel 1936 come premio ai reduci di guerra; dal 1937 in poi le opera-

zioni dei conti fiduciari del Tesoro costituiscono un fattore importante, principalmente in relazione allo svolgimento del programma della "Social Security"; i movimenti ricorrenti dei conti di certe amministrazioni statali sono anche compresi in queste cifre e hanno cominciato ad assumere maggiore importanza nel 1938, nel cui terzo trimestre, per esempio, il Tesoro ha ricevuto \$200 milioni ricavati dall'emissione sul mercato di nuove obbligazioni della Reconstruction Finance Corporation. Nel primo trimestre del 1939 sono stati versati nella cassa del Tesoro \$480 milioni provenienti da emissioni per conto della Reconstruction Finance Corporation, della U. S. Housing Authority e della Federal Mortgage Association. Alla fine di febbraio 1939 il Tesoro possedeva fondi in cassa spendibili per \$2700 milioni, contro \$1200 milioni un anno prima.

Il risultato della combinazione del disavanzo di bilancio e del movimento dei capitali fuori bilancio costituisce il disavanzo (o l'avanzo) di cassa del Tesoro, che va coperto mediante emissioni di titoli sul mercato, ovvero mediante pre-

levamento sul "Fondo generale". La politica di sterilizzazione dell'oro, nel 1937, si riflette, nella tabella, in una maggiore emissione di titoli offerti pubblicamente, in misura superiore al fabbisogno di cassa ed in un corrispondente aumento di oro nel "Fondo generale": la desterilizzazione produsse un movimento contrario, che è stato di particolare importanza nel secondo trimestre del 1938.



Il disavanzo di cassa scomparve praticamente dal terzo trimestre del 1937 al primo trimestre del 1938 e, difatti, nei dodici mesi terminati col marzo 1938, il fabbisogno in contanti del Tesoro fu interamente coperto da introiti pure in contanti. A partire dal secondo trimestre 1938 le uscite a carico del bilancio aumentarono, mentre le entrate diminuirono, donde un aumento del disavanzo di cassa. Il fabbisogno liquido del Tesoro salì da \$150 milioni negli ultimi nove mesi del 1937 a \$1350 milioni nel periodo corrispondente del 1938. Peraltro,

nel primo trimestre del 1939, è ricomparso un saldo attivo in cassa, proveniente dai vasti introiti ricavati dai prestiti emessi dagli enti governativi sopra menzionati.

Trimestre	Spese per "recovery and relief"		
	W. P. A.	altre	totale
	milioni di dollari		
1936			
terzo trim.	479	356	835
quarto "	541	322	863
1937			
primo "	448	248	696
secondo "	428	258	686
terzo "	334	198	532
quarto "	316	184	500
1938			
primo "	353	143	496
secondo "	471	251	722
terzo "	559	136	695
quarto "	621	197	818
1939			
primo "	546	266	812

Le varie fasi della politica di spese sono illustrate dal grafico che precede, il quale indica le medie mobili del disavanzo di cassa e mostra come esso si sia ridotto dal principio del 1934 alla primavera del 1938 (tranne lo sbalzo del 1936 dovuto al premio ai reduci di guerra) per tornare ad aumentare nel 1938—39.

La persistenza del disavanzo proviene essenzialmente dalle spese per "recovery and relief" (ricupero ed assistenza) tra cui primeggiano quelle per la

W. P. A. (Works Progress Association) come si rileva dalla tabella. Il programma d'espansione del 1938 autorizzava, fra l'altro, la Reconstruction Finance Corporation a emettere nuovi prestiti per \$1500 milioni. Le emissioni, per conto del detto ente, d'obbligazioni garantite dal Governo, non hanno però oltrepassato i \$520 milioni. Il 1° aprile 1939 il tasso offerto dal detto ente per crediti al commercio è stato ridotto da 5 a 4%.

Nel 1938 il Tesoro ha continuato la sua politica tendente a trasformare in lungo termine il debito a breve:

Debito fruttifero (diretto) del Governo degli Stati Uniti  
(in milioni di dollari)

Fine d'anno	1936	1937	1938	Variazioni 1937—38
Offerti pubblicamente:				
Buoni . . . . .	20.006	21.519	25.525	+ 4.006
Biglietti e cambiali . . . . .	12.492	12.499	9.802	- 2.697
Totale . . . . .	32.498	34.018	35.327	+ 1.309
Emissioni di amministrazioni statali e assimilate (Trust Funds) ecc.	1.203	2.691	3.572	+ 881
Totale . . . . .	33.701	36.709	38.899	+ 2.190

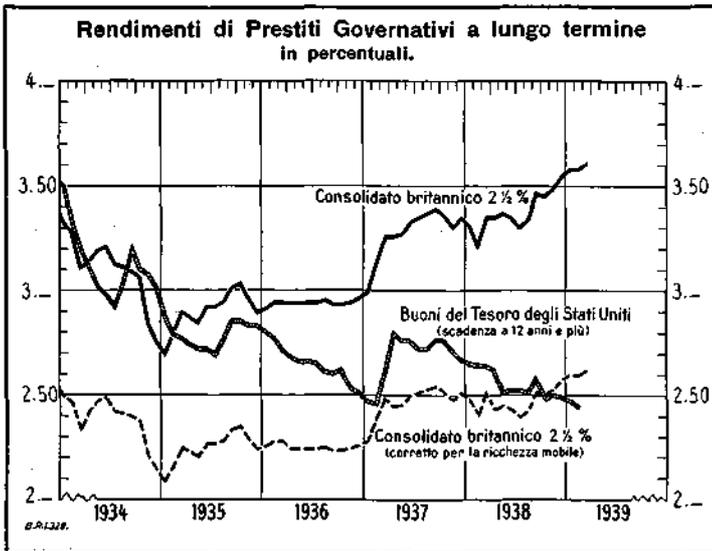
Nonostante l'aumento del volume totale delle emissioni, meno del 40% del debito offerto pubblicamente è ora rimborsabile entro cinque anni (contro 60% e più un anno o due fa) e il 15% è rimborsabile dopo quindici anni. Inoltre, a differenza di quanto prima avveniva, la quantità dei titoli che vengono a scadere o sono rimborsabili entro uno stesso anno non è importante. Questo miglioramento nella ripartizione delle scadenze è accompagnato da una riduzione del tasso medio d'interesse sul debito da circa  $3\frac{3}{4}\%$  nel 1930 a  $3\%$  nel 1934 e  $2\frac{1}{2}\%$  attualmente, il che è un riflesso del reale abbassamento del livello generale dei prezzi durante questo periodo.

La diminuzione dei tassi d'interesse a lungo termine non ha però agito come stimolante di emissioni private di capitale, come forse s'era sperato e previsto. Le emissioni di nuovo capitale per conto di società americane, da circa 5 miliardi di dollari all'anno negli ultimi anni prima del 1930, sono scese a meno di \$200 milioni all'anno nel 1933—34 e, risalite a \$1200 milioni nel 1936 ed altrettanti nel 1937, sono discese di nuovo a \$850 milioni nel 1938. L'apparente inaridimento del flusso di nuovi capitali verso le imprese private è uno dei fenomeni che colpiscono di più negli ultimi anni. È pur vero però che coloro che cercano capitali, tentano spesso di procurarseli direttamente mediante contratti privati, per evitare di ricorrere al mercato regolare delle emissioni e risparmiare in tal modo le spese di un'emissione pubblica, nonché sottrarsi alla vigilanza della Commissione dei titoli e della Borsa. Inoltre, le banche commerciali hanno la facoltà di fare prestiti della durata di cinque a dieci anni.

Ma anche se si tiene conto della crescente importanza che hanno avuto questi fattori negli ultimi anni, v'è scarso dubbio che l'utilizzazione di nuovi capitali a scopo produttivo, da parte dell'iniziativa privata, non è che una piccola parte di ciò che era una diecina d'anni fa, il che va messo certamente in relazione colla incapacità della produzione americana di espandersi almeno fino al livello del 1929. Altri fattori sembrano però essere stati all'opera. I risparmi sui grossi redditi non solo sono molto diminuiti rispetto a dieci anni fa, ma hanno tendenza a investirsi in titoli esenti da tasse, mentre una parte crescente dei risparmi più piccoli, come quelli che si incanalano nelle casse postali di risparmio e nelle casse di previdenza sociale, va a finire direttamente nei titoli di Stato. Le valutazioni fatte dalla Banca di riserva federale di Nuova York, nella sua ultima relazione annuale, portano a concludere che, nell'insieme, gli investimenti del risparmio, per il tramite dei detti istituti, in titoli interamente garantiti dal Governo federale, rappresentano, nell'ultimo quinquennio, la somma di circa \$17 miliardi (ivi compresi gli investimenti di questo genere fatti dalle banche commerciali). Durante lo stesso periodo l'aumento netto degli investimenti in titoli industriali, effettuati per i detti tramite (comprese le banche) fu di circa \$1100 milioni. Un gonfiamento notevolmente più grande del portafoglio delle

compagnie d'assicurazione sulla vita in titoli privati fu parzialmente compensato dalla diminuzione del portafoglio di altri istituti. E nella composizione dei detti portafogli entrano soltanto obbligazioni di prim'ordine; nessun istituto investe somme apprezzabili in obbligazioni o azioni di qualità scadente, anzi la legge impedisce alla maggior parte degli istituti di fare siffatti investimenti.

Nel Regno Unito si riscontra altresì una riduzione delle emissioni dirette sul mercato, sebbene meno sensibile che negli Stati Uniti. Queste emissioni si elevarono a £52 milioni nel 1938, contro una media di £85 milioni nel 1935—37 e £165 milioni — cifra eccezionalmente alta — nel 1928. Tuttavia, negli ultimi anni la ricerca di capitali si è avviata per vie sempre più diverse dalle emissioni sul mercato. Le statistiche dell'"Economist" di Londra sulle emissioni di capitali per imprese all'interno, comprese le emissioni di titoli alla borsa ecc., danno £110 milioni nel 1938, contro una media di £230 milioni nel 1935—37 (non si conosce la cifra per il 1928). Il minor livello delle emissioni private a Londra può difficilmente attribuirsi alla monopolizzazione del mercato da parte del governo. Il debito interno dello Stato fu ridotto da £6600 milioni nel 1920 a £6340 milioni nel 1932 e rimase a £6560 milioni nel marzo 1939 (trascurando i 575 milioni di sterline emessi a favore del Fondo di perequazione dei cambi e a fronte di cui si trovano attività equivalenti). Le emissioni governative di nuovi capitali aumenteranno probabilmente di molto nel prossimo avvenire con lo svilupparsi del programma di riarmo. La forte riduzione dell'onere di bilancio a titolo d'interessi, diminuito da £307 milioni nel 1929—30 a £211 milioni nel 1936—37, dipese in gran parte dalla conversione del Prestito di guerra 5%, effettuato nel 1932, parallelamente alla quale circa 2 miliardi di sterline di debito furono "consolidati", cioè trasformati col ritirare ai



portatori l'opzione del rimborso, lasciata soltanto al Tesoro. Si noti che più di metà del debito interno effettivo è consolidato in questo modo. Il gravame del debito pubblico sul bilancio, per il pagamento degli interessi e per la sua amministrazione, è salito a £217 milioni nell'esercizio 1938/39.

Il grafico precedente mostra il rialzo del rendimento del consolidato nel corso degli ultimi quattro anni, il rendimento lordo ed un rendimento calcolato tenendo conto dell'incidenza della tassa di ricchezza mobile in base all'aliquota normale. A scopo di confronto con la tendenza dei tassi americani, è anche indicato il rendimento medio di tutti i buoni del Tesoro degli Stati Uniti a più di dodici anni di scadenza (buoni che fruiscono di importanti esenzioni fiscali). Il confronto dei rendimenti effettivi è difficile e può trarre in inganno, ma le tendenze sono chiaramente visibili. Sebbene si siano manifestati movimenti paralleli nell'autunno del 1935 ed al principio del 1937, essi hanno avuto breve durata; quelli di più lunga durata prodottisi negli ultimi quattro anni, sono avvenuti in direzioni opposte. La tabella seguente mostra le variazioni del portafoglio titoli delle "clearing banks" di Londra durante gli ultimi otto anni; l'intervento di queste ultime sul mercato accelera indubbiamente l'effetto dei movimenti naturali.

Investimenti di dieci banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione ("clearing banks")  
(in milioni di sterline)

Fine d'anno	Investimenti	Variazioni da un anno all'altro
1931	297	+ 12
1932	472	+ 175
1933	565	+ 93
1934	594	+ 29
1935	605	+ 11
1936	630	+ 25
1937	605	- 25
1938	606	+ 1

Due significative variazioni di tassi, avvenute in senso opposto durante l'anno passato in rassegna, gettano luce sulla differenza di rapidità con cui le variazioni dei tassi d'interesse si diffondono nei vari rami del sistema economico. Mentre il rendimento dei valori pubblici andava scendendo da 5% nel 1931 a 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% nel gennaio 1935, le compagnie di assicurazione sulla vita mantennero generalmente invariate le tariffe dei premi per i nuovi affari, incoraggiate a ciò fare dalle favorevoli risultanze dell'osservazione dei tassi di mortalità. Ma il minor rendimento degli investimenti delle compagnie d'assicurazione produsse il suo

effetto naturale, ed a partire dal gennaio 1939 (cioè quattro anni dopo che, cessata la diminuzione, è cominciato il rialzo dei tassi d'interesse) un gruppo d'importanti compagnie d'assicurazione sulla vita annunciarono l'aumento dei premi sui nuovi affari non comportanti partecipazione agli utili, aumento che in generale non è superiore a 5% dei vecchi premi. Mentre le compagnie d'assicurazione provano la necessità di tener conto dei minori tassi d'interesse, le società edilizie risentono già la ripercussione del rialzo che si è verificato recentemente, e parecchie di esse hanno aumentato da 3 a 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% il tasso corrisposto sui depositi esenti da tasse (detti "azioni") ed in alcuni casi sono allargati i limiti posti alle singole partecipazioni. Le società edilizie si avviano però gradualmente verso il momento in cui non avranno più bisogno di nuovi capitali, in quanto il crescente volume dei rimborsi di vecchi prestiti s'avvicina al volume dei nuovi prestiti contratti. Tale

situazione pone il problema di trovare un nuovo sbocco al risparmio che precedentemente veniva assorbito dall'industria edilizia. L'aumento delle emissioni statali potrà, naturalmente, nelle attuali condizioni anormali, rappresentare un fattore importante. Ma non è qui fuori di luogo menzionare la funzione delle società di investimento, particolarmente delle "unit trusts", la cui importanza è cresciuta negli ultimi anni. Dall'inizio di questo movimento circa otto anni fa, le vendite di "unità" da parte di una settantina di società hanno sorpassato gli 80 milioni di sterline. Queste società, le quali forniscono ai piccoli risparmiatori i vantaggi della "ripartizione dei rischi" che, un tempo, soltanto il grande risparmiatore poteva permettersi, sono importanti particolarmente quale mezzo per canalizzare il piccolo risparmio verso l'azionariato. Se questa idea, originata in America, prendesse sviluppo negli Stati Uniti, offrirebbe colà un mezzo di deviare in parte il flusso del piccolo risparmio che attualmente va a finire automaticamente nei buoni del Tesoro.

Negli ultimi anni il mercato dei capitali in Germania si è dedicato quasi esclusivamente alle emissioni di debito pubblico a lungo termine. I movimenti del debito, in quanto pubblicati, si trovano esposti nella tabella seguente.

Debito pubblico della Germania  
posteriore al 1924  
(in milioni di marchi)

Fine d'anno	A lungo e medio termine	A breve termine	Totale
1932	2.666	1.391	4.057
1933	3.555	1.750	5.305
1934	3.684	2.273	5.957
1935	5.773	2.856	8.629
1936	7.717	2.441	10.157
1937	10.344	2.388	12.732
1938	17.588	5.013	22.601

L'aumento del debito complessivo di circa 10 miliardi di marchi nel 1938, è dovuto per oltre un quarto all'espansione del debito a breve termine, risultante dall'emissione, cominciata nell'aprile 1938, dei "buoni di consegna", previsti nel piano annunciato dal Presidente della Reichsbank nel marzo 1938.

I buoni speciali riscontabili, emessi anteriormente al marzo 1938, non sono compresi nelle cifre del debito pubblico, e perciò non figurano in questa tabella. La rapidità dell'aumento del debito nel 1938 non è, pertanto, così grande rispetto agli anni precedenti, come appare dalle cifre pubblicate. Nel 1938, le emissioni di prestiti governativi a lungo termine raggiunsero cifre senza precedenti: furono fatte tre emissioni di buoni del Tesoro germanico a  $4\frac{1}{2}\%$  (redimibili in diciotto o venti anni) per un totale di 5200 milioni di marchi, cui va aggiunta la quarta emissione, di 1500 milioni di marchi, offerta in sottoscrizione alla fine di novembre 1938 (e coperta fino a tutto dicembre per 1170 milioni). Inoltre, un prestito a ventisette anni di 1580 milioni di marchi fu collocato privatamente presso le compagnie di assicurazione ed altri istituti nel corso dell'anno.

Nell'insieme, le emissioni statali a lungo termine nel 1938 ammontarono a circa 8 miliardi di marchi, e rappresentano più di metà dei complessivi 15.500 milioni di marchi emessi sul mercato nel quadriennio, cominciato col 1935.

In queste circostanze, il tasso d'interesse a lungo termine fu determinato dal rendimento dei buoni del Tesoro a 4½% quotati leggermente sotto alla pari. La debolezza dei prezzi quotati in borsa nel corso dell'anno ha avuto però il risultato di far salire il rendimento delle obbligazioni ed azioni industriali a circa 5%. Le banche, naturalmente, si sono adoperate attivamente per collocare sul mercato le vaste emissioni di prestiti governativi, e negli anni recenti hanno anche ingrossato sensibilmente i loro propri portafogli titoli.

**Portafogli titoli delle banche tedesche**  
(in milioni di marchi alla fine dell'anno)

	1935	1936	1937	1938
Reichsbank . . . . .	664	524	392	854
Golddiskontbank . . . . .	302	266	288	203*
Cinque grandi banche berlinesi	881	996	998	1151
Altre banche commerciali . . .	1054	1195	1414	1641*
Associazioni di Compensazione (Giro) . . . . .	970	942	1031	1375*
Casse di risparmio . . . . .	3649	4326	5231	6860
<b>Totale . . . . .</b>	<b>7520</b>	<b>8249</b>	<b>9354</b>	<b>12084</b>

\* Fine di novembre.

L'aumento del portafoglio della Reichsbank nel 1938 è dovuto per circa 400 milioni di marchi ad un accordo stipulato al momento dell'assorbimento della Banca nazionale austriaca.

Oltre alle banche, varie compagnie di assicurazione ed altri istituti analoghi hanno assorbito grandi quantità di titoli di Stato. Inoltre, l'indebitamento degli Stati e degli enti locali è andato diminuendo continuamente dal 1933. Tali amministrazioni hanno l'ordine non soltanto di praticare la più rigida economia, ma anche di costituirsi delle riserve investite in titoli del Reich e, per cominciare, esse hanno assorbito direttamente parecchie centinaia di milioni di marchi del prestito dell'ottobre 1938. Va rilevato a tale proposito che il gettito delle imposte del Reich è considerevolmente aumentato negli ultimi anni e viene stimato in 17 miliardi di marchi per l'anno finanziario 1938/39, contro 14 miliardi di marchi nel 1937/38 e meno di 7 miliardi in ciascuno degli anni 1932/33 e 1933/34.

Le supreme necessità del Reich hanno respinto al secondo piano le occorrenze dell'industria privata. Le poche emissioni che sono state autorizzate

erano destinate esclusivamente al finanziamento di costruzioni previste dal piano quadriennale. Le nuove emissioni di obbligazioni industriali, nel 1938, si sono elevate soltanto a 160 milioni di marchi, contro 260 milioni nel 1937, cifre trascurabili in confronto di quelle delle emissioni governative. Si ammette, tuttavia, che esiste una domanda considerevole di finanziamento per costruzioni private, domanda, alla quale non viene data soddisfazione, mentre altri settori dell'economia privata richiedono con urgenza finanziamenti cui non si può fare luogo fintantochè permane il divieto di pubbliche emissioni. Quei finanziamenti che, per esempio, le banche di credito ipotecario hanno potuto fare, sono stati resi possibili in massima dall'ammortamento e dal riscatto di ipoteche preesistenti. Un aspetto essenziale del nuovo piano finanziario del marzo 1939 è la fine delle emissioni forzate di prestiti governativi a lungo termine, emissioni che in avvenire saranno fatte solo eccezionalmente e quando lo permettano le condizioni del mercato dei capitali. Il mercato verrà aperto alle società industriali, alle banche di credito ipotecario ecc. A questo proposito è interessante osservare che la "Anleihe-Stockgesetz", in vigore dal 1935, sarà abrogata cosicchè verrà a cessare la restrizione che limita generalmente a 6% i dividendi delle società.

Le quotazioni dei titoli di Stato italiani rimasero stabili durante tutto l'anno, cosicchè il rendimento medio della Rendita 5% (1935), per esempio, fu di 5,41% nel 1938, contro 5,46% nel 1937.

In Italia, a pari di quanto avviene negli altri paesi, i depositi delle casse di risparmio sono in grande parte canalizzati verso lo Stato. L'andamento dei depositi nelle casse di risparmio e negli istituti di credito si è sviluppato come segue:

Depositi a risparmio in Italia  
(in milioni di lire)

Fine d'anno	Istituti di credito	Casse di risparmio postali	Casse di risparmio ordinarie	Totale
1936	34.251	22.309	19.302	75.862
1937	35.445	25.523	19.687	80.655
1938	39.169	28.022	19.006	86.197

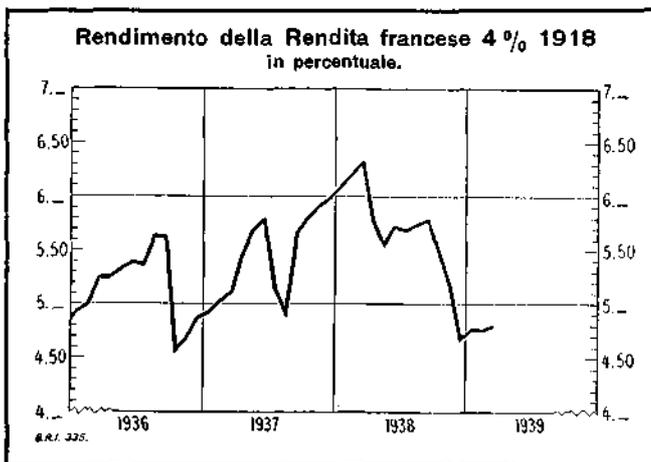
Si osserverà che l'aumento dei depositi a risparmio fu più forte nel 1938 che non nell'anno precedente. Come appare dalla tabella seguente, l'anno 1938 è stato particolarmente notevole anche dal punto di vista dell'aumento dei capitali delle società italiane per azioni, a differenza delle emissioni di titoli a interesse fisso da parte d'enti pubblici o di industrie, emissioni cui non si fece luogo che in misura relativamente modesta.

Capitali complessivi delle società italiane per azioni  
(in milioni di lire)

Anno	Costituzione di nuove società	Aumenti di capitale	Riduzioni di capitale	Liquidazioni di società	Netto aumento (+) o riduzione (-) di capitale	Capitali complessivi alla fine dell'anno
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463	44.320
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225	44.095
1936	354	3.608	1.327	925	+ 710	44.805
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890	47.695
1938	341	6.568	545	929	+ 5.434	53.129

Gli aumenti di capitale nel 1938 (più di 10% in media del capitale preesistente) vanno in parte messi in relazione con la tassa di 10% imposta sul capitale delle società per azioni. Per decreto, le società furono autorizzate a emettere nuove azioni, nella misura occorrente per pagare la tassa, ed a distribuire, nello stesso tempo, a titolo gratuito due azioni per ciascuna nuova azione liberata in contanti. Questa rivalutazione di capitale vecchio è giustificata dal fatto che le attività delle società erano presumibilmente sottovalutate in seguito all'allineamento della lira nel 1936. Mercè tale aumento di capitale, le società si troveranno in grado di ripartire maggiori dividendi senza accrescerne la percentuale e, pertanto, senza incorrere l'onere dell'imposta progressiva sui dividendi superanti 6%. Inoltre, la rivalutazione delle attività permette automaticamente di aumentare le deduzioni a scopo di ammortamento che la legislazione fiscale consente di operare a carico dell'utile lordo.

Il rendimento dei titoli di Stato francesi si è risentito delle incertezze monetarie e di altro genere degli anni recenti. Vi è stato però un miglioramento sensibile nel 1938, specialmente negli ultimi tempi, in cui, per esempio, il rendimento della Rendita 4% 1918 è sceso da 6 $\frac{1}{4}$ % nel marzo 1938 a meno di 4 $\frac{3}{4}$ % nel dicembre.



La caduta del tasso d'interesse alla fine del 1938 fu una conseguenza dei rimpatri di capitali, favoriti dalla fiducia nel nuovo piano finanziario del Governo. Fu affermato che il Governo avrebbe dato al mercato dei capitali un certo respiro e, infatti, nel 1938 non vi sono state emissioni di titoli di Stato a lungo termine.

**Movimento netto dei prestiti emessi dal Tesoro francese**  
(in milioni di franchi francesi)

	1936	1937	1938
<b>Anticipazioni dirette</b>			
Banca di Francia . . . . .	+ 19.448	+ 12.471	- 4.490
Cassa Depositi e Prestiti . . . . .	+ 802	+ 667	+ 1.361
<b>Totale</b>	+ 20.250	+ 13.138	- 3.129
<b>Emissioni sul mercato</b>			
<b>A breve termine:</b>			
Buoni ordinari del Tesoro (fino ad un anno) . . . . .	- 9.537	+ 530	+ 10.995
Buoni speciali del Tesoro (fino ad un anno) . . . . .	+ 4.455	+ 1.890	- 2.376
Cassa delle pensioni di guerra (buoni ad un anno)	-	+ 2.648	- 1.919
Cassa autonoma della difesa nazionale (buoni a 18 mesi) . . . . .	-	-	+ 4.029
<b>Totale</b>	- 5.082	+ 1.268	+ 10.729
<b>A medio termine:</b>			
Buoni speciali del Tesoro (da 2 a 10 anni) . . . . .	+ 2.000	+ 570	- 898
Buoni della difesa nazionale (da 3 a 9 anni) . . . . .	-	+ 5.360	-
Cassa autonoma della difesa nazionale (da 3 a 30 anni) . . . . .	-	-	+ 5.047
<b>Totale</b>	+ 2.000	+ 5.930	+ 4.149
<b>A lungo termine:</b>			
Buoni 5% a 30 anni . . . . .	+ 800	-	-
Rendita 4½% a 60 anni . . . . .	-	+ 8.000	-
<b>Totale</b>	+ 800	+ 8.000	-
<b>Varie (comprese le emissioni estere)</b>	- 1.369	+ 800	+ 3.670
<b>Totale complessivo</b>	+ 16.599	+ 29.156	+ 15.419

Poichè non figurano in questa tabella che le differenze nette tra prestiti e rimborsi effettuati dal Tesoro, va osservato che la diminuzione di 4490 milioni di "anticipazioni dirette" dalla Banca di Francia nel 1938 fu dovuta al fatto che gli utili di rivalutazione in quell'anno (cioè 31,456 milioni di franchi) sono stati impiegati in parziale rimborso delle anticipazioni della Banca al Tesoro. Allo stesso modo, i risultati netti per il 1936 e 1937 risentono l'effetto dei pagamenti fatti dal Tesoro alla Banca, sotto una voce o l'altra, mediante i proventi della rivalutazione dell'ottobre 1936.

L'emissione, nel maggio 1938, di 5 miliardi di franchi francesi di buoni trentennali 5% della Cassa autonoma di difesa nazionale, è inclusa nella categoria del medio termine, perchè i portatori hanno facoltà di optare di tre in tre anni fino al 1968 per il rimborso alla pari. La voce "varie" comprende nel 1938 due emissioni in fiorini olandesi, da cui si sono ricavati complessivamente 3 miliardi di franchi francesi.

Nonostante il miglioramento del mercato dei capitali, di cui è indice l'abbassamento dei rendimenti, non v'è stata ripresa di emissioni per conto privato.

Le emissioni di obbligazioni private sono scese da 6,4 miliardi di franchi francesi nel 1928 a 1,8 miliardi nel 1938; le emissioni d'azioni sono passate da 8,3 miliardi a 1 miliardo. Questa diminuzione appare ancora più notevole, quando si tenga presente la riduzione di 50% nel valore aureo del franco.

Emissioni francesi per conto privato  
(in milioni di franchi francesi)

Anno	Società esistenti			Nuove società	Totale generale
	obbligazioni	azioni	totale	azioni	
1935	1.856	777	2.633	130	2.763
1936	596	517	1.113	48	1.161
1937	2.310	1.202	3.512	43	3.555
1938	1.804	1.008	2.812	40	2.852

Il grafico rappresentante il rendimento delle rendite di Stato fornisce scarse indicazioni sul costo delle emissioni per conto privato. Il Ministro del commercio disse, nell'ottobre 1938, non essere raro il caso che le obbligazioni industriali di primo ordine rendano 7 o 8%: "se inoltre," aggiunse, "si tiene conto del gravame, principalmente fiscale, che pesa su chi prende capitali a prestito, si riscontra che, quando un prestito rende 7 o 8% al pubblico, esso costa 10 o 11% al debitore. Risulta da questo fatto che possono ricorrere ai prestiti soltanto quelle aziende per le quali il nuovo investimento può fruttare più di 11%".

Perfino gli enti locali di primo rango si trovarono costretti ad accettare condizioni pesanti per i prestiti; per esempio, un'emissione di obbligazioni della città di Parigi, fruttante 6%, fu emessa a 90. Tuttavia, tra la fine del 1938 ed il principio del 1939 s'è potuto scorgere qualche miglioramento delle condizioni per l'emissione di prestiti per conto privato; delle obbligazioni ventennali a 5½% furono emesse a 90½, mentre pochi mesi prima erano state emesse delle obbligazioni 6% a 84.

In Svizzera, Olanda e Svezia i tassi a lungo termine continuarono a diminuire nel corso dell'anno, mentre le emissioni di nuovi capitali per conto privato vennero più o meno a mancare.

In ognuno di questi casi i rendimenti dei titoli di Stato sono bassi, a 3 o 3½%. In tutti e tre i paesi il ribasso dei tassi d'interesse negli ultimi anni ha creato problemi per le compagnie assicuratrici, e recentemente le compagnie svedesi di assicurazione sulla vita hanno imposto un ulteriore aumento di 10% sui premi per i nuovi affari. Fino al 1935 i premi erano basati sull'ipotesi di un rendimento medio di 4% sugli investimenti; questa base fu abbassata a 3½% nel 1935 ed a 3% nel 1937, mentre attualmente 2¾% è il massimo rendimento che le dette compagnie possono ottenere sui loro investimenti. In Olanda, una delle maggiori compagnie di assicurazione sulla vita ha assorbito, nel 1938, una banca di credito ipotecario ciò che le permetterà di investire direttamente i suoi capitali in un'epoca in cui è difficile trovare investimenti remunerativi.

Passando agli altri paesi d'Europa, si nota che in Jugoslavia e in Ungheria sono previsti vasti programmi di armamenti e di investimenti da finanziarsi tutto o in parte mediante prestiti governativi. In Jugoslavia il Ministro delle Finanze è stato autorizzato a emettere un prestito interno di 4 miliardi di dinari a 6% nel corso dei prossimi sei anni. Il ricavo di questo prestito, il primo che sarà emesso sul mercato interno dal 1923, verrà utilizzato per gli armamenti ed i lavori pubblici (specialmente per la costruzione di nuove ferrovie). Il programma ungherese prevede una spesa complessiva di 1 miliardo di pengö per il riarmo, le comunicazioni ed il miglioramento agrario nello spazio di dieci anni. 600 milioni di pengö saranno forniti da un'imposta sul capitale, ripartita su questo periodo, mentre per 400 milioni si ricorrerà ad un prestito. Una prima porzione di questo per 125 milioni in obbligazioni trentennali 5%, fu emessa con successo a 96, nel luglio 1938.

Il programma di "investimento" del Governo polacco, annunciato nel 1936 e inteso principalmente ad accelerare l'industrializzazione del paese, fu terminato nell'esercizio 1938/39 e ha comportato una spesa totale di 2,5 miliardi di zloti. Un nuovo piano di investimento a lungo termine, formulato nel 1938, contempla spese da parte del Governo, per un periodo di quindici anni. Nei primi tre anni si spenderanno 2 miliardi di zloti che saranno ricavati principalmente mediante ricorso al mercato interno e di cui 60% rappresentano spese di riarmo.

Tra i paesi fuori d'Europa si è già fatto menzione degli Stati Uniti. Altrove gli sviluppi più importanti sui mercati dei capitali sono quelli del Giappone e dell'Australia.

Nel Giappone l'onere delle ostilità in Cina continua a dominare il mercato dei capitali. Quanto maggiore sia il contributo che il Governo domanda al mercato, in confronto alle altre emissioni, appare dalla seguente tabella:

Buoni giapponesi interni  
(in milioni di yen)

1) Ammontare in circolazione alla fine dell'anno

Anno	Governo	Enti locali	Banche	Società	Totale
1935	8.208	2.097	1.914	3.026	15.666
1936	9.072	2.262	1.838	3.158	16.746
1937	10.585	2.334	2.283	3.157	18.782
1938	14.935	2.373	2.569	3.624	23.923

2) Aumenti da un anno all'altro

1936	+ 864	+ 165	- 76	+ 132	+ 1.080
1937	+ 1.513	+ 72	+ 445	- 1	+ 2.036
1938	+ 4.350	+ 39	+ 286	+ 467	+ 5.141

Le emissioni governative di obbligazioni si sviluppano ad un ritmo crescente da una media di 125 milioni di yen al mese nel 1937 a 310 milioni nella prima metà ed a 420 milioni nella seconda metà del 1938. Due terzi delle emissioni governative nel 1938 furono riprese dalle banche, i cui portafogli in titoli di Stato sono raddoppiati dal 1934 in poi. Il rendimento dei titoli di Stato è andato progressivamente diminuendo nel corso dell'anno da 3,94 in dicembre 1937 a 3,83 in dicembre 1938.

In Australia, nel novembre 1938, è stato emesso un grande prestito interno di 72 milioni di sterline australiane, di cui 68 milioni destinati a conversioni e 4 milioni a nuove spese di riarmo. L'emissione fu fatta per una durata da sedici a diciotto anni e comporta interesse a  $3\frac{7}{8}\%$ ; essa è stata coperta per 62,7 milioni (di cui 52,3 per conversioni) cui furono aggiunti 3 milioni provenienti dal Fondo di ammortamento. I rimanenti 6 milioni di sterline australiane furono acquistati a contanti dalla Commonwealth Bank, il cui Consiglio d'amministrazione, nella relazione per il dicembre 1938, rileva a questo proposito quanto segue:

"Mentre l'attività economica (in Australia) fu ben sostenuta, vi fu, invece, il pericolo che i minori proventi dell'esportazione avessero un'influenza sfavorevole sulle condizioni interne. Per conseguenza, il Consiglio ha determinato la politica della Banca in base al criterio di aiutare i governi nello sviluppo dei loro programmi di difesa e di lavori pubblici; di mantenere la liquidità delle banche commerciali ad un livello che permetta loro di soddisfare le legittime occorrenze dei clienti degni di credito; e di impedire qualsiasi aumento esagerato dei tassi d'interesse".

Pertanto, la sottoscrizione della Commonwealth Bank al prestito va considerata in parte come "un'operazione sul mercato libero", intesa a mitigare le contrazioni dei mercati del denaro e del capitale, contrazioni che, senza tale aiuto, sarebbero state provocate dalla diminuzione delle esportazioni e dalla riduzione delle disponibilità sul mercato di Londra. Quest'ultima riduzione nel 1938 sarebbe stata ancora più sensibile, se non si fosse aggiunta una somma di 5 milioni di sterline, ricavata da un prestito a Londra.

I mercati dei capitali del mondo intero si trovano, quasi senza eccezione, sotto la pressione della domanda che i governi fanno per gli armamenti ed altre spese economiche improduttive. Il confronto col periodo di grande attività d'affari di 10 anni fa presenta un impressionante contrasto. A quell'epoca, i debiti pubblici degli Stati erano in decrescenza ed i mercati venivano vivificati dal flusso di capitali verso le imprese private. Adesso i governi, nel loro insieme, stanno spendendo oltre 1 miliardo di dollari al mese in più del reddito tributario, mentre le emissioni private per investimenti produttivi sono ridotte ad una piccola parte della cifra che raggiungevano negli anni di prosperità dal 1926 al 1929.

## VI. L'EVOLUZIONE NEL CAMPO DELLE BANCHE CENTRALI E COMMERCIALI.

I cambiamenti territoriali avvenuti in Europa durante il 1938 hanno lasciato traccia nella struttura bancaria e creditizia dei paesi coinvolti. L'assorbimento dell'Austria nel Reich non ha dato luogo che a relativamente poche difficoltà per il sistema bancario tedesco, dato che l'Austria aveva già una struttura bancaria unitaria; il problema principale fu il coordinamento ed il rafforzamento delle banche austriache più deboli. L'annessione del territorio sudetico ha dato luogo a problemi più complicati. Le sei grandi banche di Praga ed altri istituti di credito avevano complessivamente 143 filiali nel territorio sudetico, e queste filiali, come pure le casse di risparmio ed altre aziende di credito, dovettero non soltanto trasformare in marchi i loro conti in corone, ma anche separarsi dalle loro sedi centrali ed adattarsi al sistema tedesco. Ciò fu fatto seguendo le linee indicate dal Commissario del Reich per le Banche, con la sostituzione di filiali dei grandi istituti di credito tedeschi (specialmente la Dresdner Bank, la Deutsche Bank e la Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt) alle banche di Praga. Le banche viennesi, come la Credit-Anstalt e la Länderbank, parteciparono all'organizzazione, ciò che rammenta il fatto che, prima della guerra, la regione sudetica dipendeva bancariamente da Vienna. Complessivamente le 143 filiali di banche ceco-slovacche furono sostituite da 73 filiali di banche tedesche. Le questioni concernenti la moneta, la valutazione delle attività e passività, il personale ecc. diedero luogo a complicati problemi tecnici. Una garanzia del Reich per 150 milioni di marchi per la durata del periodo di transizione permise di assicurare la continuità degli accordi creditizi.

La liquidazione della Banca nazionale austriaca e la ripresa delle filiali sudetiche della Banca nazionale cecoslovacca ebbero ripercussioni nelle situazioni della Reichsbank. Nel marzo fu aperta una filiale del detto istituto a Vienna e la Banca nazionale austriaca fu posta in liquidazione. Le sue principali attività furono trasferite alla Reichsbank, che le registrò nel capitolo "attività diverse", aumentato di circa 660 milioni di marchi nei mesi di marzo ed aprile 1938. Tali attività inclusero le riserve di oro e di divise della Banca nazionale austriaca, ammontanti, secondo l'ultima situazione, a 420 milioni di scellini (circa 80 milioni di dollari) nonchè 612 milioni di scellini di debito pubblico austriaco. Quest'ultimo, convertito al cambio convenzionale di 3 scellini per 2 marchi, fu sostituito dal debito del Reich per l'importo di 400 milioni di marchi ed in seguito fu trasferito dalla voce "attività diverse" della Reichsbank a quella "titoli". Il capitale della Banca nazionale austriaca fu rimborsato agli azionisti sotto forma di buoni ventennali del Tesoro del Reich a  $4\frac{1}{2}\%$  per un totale

di 37,5 milioni di marchi. Il portafoglio riscontabile della Banca nazionale austriaca fu introdotto in quello della Reichsbank, mentre i biglietti di banca austriaci furono ritirati e sostituiti da banconote tedesche. Analoghe operazioni si resero necessarie allorché, in seguito all'annessione del territorio sudetico, una parte delle attività e passività della Banca nazionale cecoslovacca fu ripresa dalla Reichsbank. L'aumento della circolazione di biglietti di quest'ultima, in seguito all'ingrandimento di territorio, fu, alla fine del 1938, di 775 milioni di marchi per l'Austria e 350 milioni per il territorio sudetico.

Gli altri cambiamenti territoriali nel 1938, cessione di parti dell'antico territorio ceco-slovacco alla Polonia ed all'Ungheria, diedero parimente luogo a problemi, risolti secondo direttive non molto diverse da quelle anzidette. Nel 1939 l'attività della Banca nazionale di Ceco-Slovacchia ha subito un ulteriore cambiamento; la sua ragione sociale è divenuta "Banca per la Boemia e la Moravia in Praga", mentre una nuova banca centrale è stata costituita nel territorio slovacco.

Tutte le banche centrali europee risentirono le ripercussioni della crisi politica internazionale del settembre 1938. Il detto mese segna la fine della stagione del raccolto e della vendita delle messi, e siccome coincide anche con la scadenza trimestrale degli affitti e di altri pagamenti, esso è normalmente un'epoca di espansione monetaria, in taluni paesi anche maggiore che non quella di dicembre. Nel 1938, a questi fattori normali si sovrapposero gli effetti monetari della grave crisi politica internazionale che sboccò nell'accordo di Monaco.

Tali ripercussioni, fuori dell'ordinario, furono più forti in taluni paesi che in altri; generalmente, però, possono riassumersi, nell'ambito del credito all'interno, come segue:

a) la corsa alla maggior liquidità non soltanto da parte delle banche, ma anche dei singoli privati e delle ditte che sentirono il bisogno di avere maggiori disponibilità di cassa, utilizzabili in caso d'urgenza, più facilmente che non i depositi, e

b) la necessità di spese statali straordinarie, al di là delle normali entrate finanziarie, proprio al momento in cui era malagevole collocare prestiti governativi a breve termine.

Questa situazione si tradusse naturalmente in una pressione sulla banca centrale, la quale è, in ultima istanza, l'ente che può alimentare il meccanismo creditizio interno e fornire mezzi alla circolazione monetaria. In quale misura si sia fatto ricorso alle banche centrali può giudicarsi dall'aumento eccezionale della circolazione di biglietti nei vari paesi. Tale aumento in generale raggiunse il limite più elevato nei paesi più piccoli (40% o più in Ungheria, Lettonia e Ceco-Slovacchia); ma in Germania esso fu di 17 ed in Francia di 22% (contro 2% in entrambi i paesi nel 1937). In Italia, l'aumento fu di circa 13%.

Peraltro, la fase acuta della crisi durò soltanto pochi giorni e, nella maggior parte dei paesi, le condizioni normali si ristabilirono subitamente alla fine di settembre. In ottobre vi fu un riflusso di biglietti alle banche centrali, la circolazione pur rimanendo, in generale, ad un livello qualche poco superiore. Il meccanismo della liquidità funzionò con pochissime irregolarità. Solo in Ceco-Slovacchia i rimborsi bancari furono soggetti a limitazioni. In Francia il saggio ufficiale di sconto fu aumentato di  $\frac{1}{2}\%$  ed in Polonia il "minimo legale" della Banca centrale fu levato per breve tempo. Il meccanismo funzionò con pari efficienza nei paesi a moneta libera ed in quelli a moneta controllata. Non vennero annunciati fallimenti, nè sembra che siasi presentate difficoltà tecniche insuperabili nella ricerca di carta riscontabile presso la banca centrale. Le scorte di biglietti, tenute in riserva da quest'ultima, risultarono in ogni caso sufficienti per far fronte a quest'espansione fuori dell'ordinario.

Gli avvenimenti del settembre 1938 hanno costituito un severo collaudo del meccanismo di liquidità ed il fatto che esso abbia funzionato in condizioni anormali e con così poche irregolarità, può attribuirsi, almeno in parte, al continuo sforzo d'adattamento della tecnica delle banche centrali alle mutevoli circostanze. Quantunque i principii fondamentali delle banche centrali abbiano subito scarse modificazioni per effetto degli avvenimenti degli ultimi anni, l'evoluzione della tecnica deve continuare a tenersi in contatto con la realtà. Le modificazioni agli statuti di banche centrali, rammentate ogni anno nella relazione di questo Istituto, testimoniano gli sforzi coscienti delle banche suddette per mantenersi debitamente attrezzate al fine di rendere i migliori servizi nel pubblico interesse.

Importanti cambiamenti sono stati introdotti negli statuti della Banca nazionale d'Ungheria, nel giugno 1938, al momento della proroga del suo privilegio fino al 1963. Fintantochè il prezzo dell'oro continuerà ad essere fissato in moneta ungherese, la Banca deve rivalutare trimestralmente le sue riserve in oro e divise ai cambi medi quotati alla borsa di Budapest durante l'ultima quindicina del trimestre precedente. Il primo bilancio istituito su questa nuova base è quello del 15 gennaio 1939. Si è modificato l'obbligo, precedentemente fatto alla banca, di aumentare progressivamente il rapporto delle riserve di oro e divise alla circolazione di biglietti dal minimo di 20 al massimo eventuale di  $33\frac{1}{3}\%$  (norma la cui applicazione era già stata modificata). In avvenire la banca sarà tenuta a pagare la tassa sulla circolazione soltanto quando la media mensile della riserva rappresenta meno di  $25\%$  della media mensile della circolazione di biglietti più i depositi non governativi.

Il bilancio fu risanato mediante un prestito di 100 milioni di pengö al Governo, destinato a rimborsare debiti a breve termine alle banche ungheresi, affinché queste ultime, a loro volta, potessero ridurre il loro indebitamento

verso la Banca nazionale. Inoltre, è stata accordata facoltà alla banca di anticipare, a breve termine, allo Stato fino a 30 milioni di pengö per far fronte alle irregolarità nel gettito delle imposte; tale anticipazione può essere fatta a partire dal 1° marzo di ogni anno, ma deve venire rimborsata non oltre la fine di novembre dello stesso anno civile.

Dal punto di vista tecnico, l'innovazione forse più interessante fu la facoltà accordata alla banca di operare sul mercato libero e di assumere una partecipazione in un ente speciale, creato al fine di regolare i mercati del denaro e del capitale. L'ammontare massimo che è lecito impiegare a questi scopi fu, tuttavia, limitato all'equivalente del capitale e delle riserve della banca (cioè circa 45 milioni di pengö). Inoltre, l'ambito delle operazioni di credito fu allargato mediante la facoltà concessa alla banca di scontare cambiali agricole a scadenza non superiore a nove mesi, anzichè sei mesi, quale era il limite fissato precedentemente. Altre norme apportarono modificazioni nell'organizzazione della banca e nella ripartizione degli utili.

All'epoca della formazione della Banca nazionale di Ungheria, nel 1924, si disse che lo scopo principale della banca doveva essere la preparazione delle condizioni per introdurre i pagamenti in oro. Da allora in poi la situazione è cambiata nel mondo; il regime aureo, introdotto in una vasta area dal 1925 in poi, è stato sospeso quasi dappertutto. È interessante, pertanto, notare che il nuovo testo degli statuti della banca obbliga quest'ultima a predisporre affinché, una volta rimosse le restrizioni ai cambi, essa sia in grado di consegnare oro o valute estere contro i suoi propri biglietti a condizioni che saranno fissate ulteriormente per legge. Nel frattempo permane l'obbligo della banca di mantenere costante il valore dei suoi biglietti in rapporto alle monete che presentano stabilità.

Altri paesi, nei quali l'oro della banca centrale è stato recentemente rivalutato, sono il Regno Unito, la Francia, la Finlandia e l'Estonia. Questo argomento è stato trattato in dettaglio nel capitolo sull'oro.

Con decreto del 17 giugno 1938, la Banca di Francia è stata autorizzata ad operare sul mercato libero. Gli acquisti debbono essere limitati a carta a breve termine, come le accettazioni bancarie, i buoni della difesa nazionale, le obbligazioni di determinati enti pubblici ecc., e debbono mantenersi entro i limiti fissati dal proprio Consiglio d'amministrazione. I titoli acquistati debbono figurare in un capitolo speciale della situazione, capitolo che, alla fine di marzo 1939, aveva raggiunto 3160 milioni di franchi francesi.

Mediante una convenzione del 12 novembre 1938 fra il Ministro delle finanze e la Banca di Francia, sono state emanate norme per il calcolo delle tasse, dei diritti fissi e della partecipazione del Tesoro agli utili della Banca di Francia. Questi cambiamenti sono intesi ad alleggerire il gravame fiscale sulla

banca, divenuto eccessivo in seguito alla diminuzione del valore della moneta. Inoltre, le attività del Fondo Cambi ed i saldi creditori del Fondo Sostegno Rendite sono destinati, al momento della liquidazione di questi organismi, al rimborso delle anticipazioni della Banca allo Stato.

Al principio del 1939 sono state apportate modificazioni considerevoli agli statuti della Bank Polski, al momento della proroga, fino alla fine del 1954, del privilegio d'emissione. In base agli antichi statuti la Banca aveva l'obbligo di mantenere una riserva aurea pari al 30% della circolazione di biglietti e debiti a vista superanti 100 milioni di zloti. Questa norma è stata cambiata, ed il limite della circolazione fiduciaria è stato portato da 100 a 800 milioni di zloti (aumentabili coll'autorizzazione del Ministero delle finanze fino a non oltre 1200 milioni) mentre la riserva aurea minima fu fissata a 40%.

In base ai vecchi statuti la Banca aveva facoltà di compiere determinate operazioni fino a massimi stabiliti in percentuale del portafoglio sconti. Questi limiti sono ora stati fissati in cifre assolute: un massimo di 300 milioni di zloti per le anticipazioni contro depositi di titoli cedibili ed un massimo di 400 milioni di zloti per lo sconto di titoli a breve termine cedibili (i buoni del Tesoro rientrano in questa categoria). Determinati crediti a breve termine, concessi dalla Banca a favore dell'agricoltura e per finanziare gli investimenti fatti dalla Banca dell'economia nazionale e dalla Banca agraria di Stato, sono stati sostituiti da titoli redimibili fruttiferi del Tesoro, il portafoglio riscontabile venendo così ridotto dell'ammontare in tal modo consolidato e trasferito.

Gli effetti a nove mesi sono stati dichiarati ammissibili allo sconto quando rappresentano anticipazioni contro titoli, concesse da istituti di credito per finanziare la vendita di prodotti agricoli, ovvero quando traggono origine da crediti di finanziamento dei raccolti, ceduti a determinate industrie agricole.

Il totale delle anticipazioni infruttifere al Tesoro è stato aumentato da 100 a 150 milioni di zloti. Inoltre, l'ammontare massimo dei titoli che la banca ha facoltà di acquistare per proprio conto, in eccedenza agli investimenti dei fondi di riserva e pensioni, è aumentato da 150 a 200 milioni di zloti. Sono state apportate ulteriori modificazioni, di minore importanza, agli statuti, nei riguardi dei diritti di voto e della ripartizione degli utili.

All'epoca della fondazione della Banca del Canada, nel 1935, il capitale fu interamente sottoscritto da azionisti privati, sebbene il Governatore ed il Vice-governatore fossero nominati dal Governo. Nel giugno 1936 fu emanata una nuova legge in virtù della quale la Banca conservò la forma di società, ma furono consegnate al Ministro delle finanze nuove azioni in quantità sufficiente per assicurare al Governo 51% del capitale. Nel 1938 il Governo canadese decise di espropriare gli azionisti privati i quali possedevano 5 milioni di dollari

su un capitale totale di 10,1 milioni, affinché la banca divenisse un istituto di intera proprietà statale. Il prezzo pagato fu la media per il 1938, cioè fra \$ 58 e 59 per ciascun'azione da \$50.

Talune innovazioni sono state apportate alle situazioni delle banche centrali. Tanto la Banca neerlandese quanto la Banca nazionale svizzera usavano far figurare nelle loro situazioni le riserve auree accantonate all'estero. La Banca nazionale svizzera nel giugno 1938, e la Banca neerlandese alla fine di novembre 1938, cessarono di pubblicare questo dato. D'altra parte, fin dal principio del 1938 la Banca nazionale del Belgio ha apportato parecchie modificazioni alla sua situazione in virtù delle quali è stata rivelata la scorta di oro e di divise che precedentemente veniva registrata sotto partite diverse dalla riserva. Le entrate e le uscite di oro della Banca nazionale sono ora apertamente dichiarate. Si può ritenere che, se in un periodo di tensione le perdite di oro sono forti, la pubblicazione della situazione reale, sebbene rischi di allarmare il pubblico oltre il necessario, presenta tuttavia il vantaggio di indurre le autorità monetarie e statali a prendere rapidamente i provvedimenti necessari per far fronte alla situazione.

I più importanti cambiamenti d'ordine bancario, nel corso dell'anno, sono stati quelli riferentisi alle banche centrali; non vi sono state novità di grande importanza nella legislazione sulle banche commerciali. In questo campo, la novità più significativa fu forse la revisione, negli Stati Uniti, della procedura per l'esame delle banche. Nel detto paese le banche commerciali si ripartiscono in quattro categorie: le banche nazionali (automaticamente affiliate al Sistema di riserva federale), le banche di Stato (che hanno facoltà di affiliarsi al Sistema), le banche non affiliate, ma i cui depositi sono assicurati presso la Compagnia federale d'assicurazione dei depositi, ed infine le banche non affiliate che non posseggono i requisiti per ottenere l'assicurazione. Queste quattro classi di banche sono sottoposte all'esame od alla sorveglianza di una o più delle cinque autorità seguenti: il Consiglio di riserva federale, il Controllore della circolazione, la Compagnia federale d'assicurazione dei depositi, la Compagnia finanziaria di ricostruzione e l'uno o l'altro dei 48 Stati. Inoltre, il Tesoro degli Stati Uniti ha determinati poteri di concedere licenze d'esercizio ed altri diritti. Con tanta divisione di poteri e di controllo si producono naturalmente molta confusione e molti conflitti. Per esempio, il Controllore della circolazione emana norme disciplinanti l'acquisto di titoli d'investimento da parte delle banche nazionali. Queste norme sono, tuttavia, anche applicabili alle banche di Stato affiliate, ma non lo sono alle banche non affiliate, ma assicurate. Il Controllore della circolazione applica le norme alle banche nazionali, e il Consiglio di riserva federale le applica alle banche di Stato affiliate. La situazione delle leggi sul controllo

e sulla disciplina del sistema bancario e la necessità di eliminare l'attuale confusione di poteri sono esaminate a lungo nella relazione annuale per il 1938 del Consiglio dei Governatori del Sistema federale di riserva.

Nel corso dell'anno, peraltro, lunghi negoziati fra le diverse autorità hanno raggiunto un accordo volontario per cooperare nella politica di sorveglianza. A seguito del messaggio, inviato dal Presidente degli Stati Uniti al Congresso, il 14 aprile 1938, esprimente la speranza che la sorveglianza federale sulle banche venisse meglio coordinata, il Segretario del Tesoro iniziò una serie di consultazioni coi rappresentanti della Compagnia federale di assicurazione dei depositi, dell'Ufficio del controllore della circolazione e del Consiglio dei Governatori del Sistema federale di riserva. Ne risultò l'accordo unanime su un programma che per la prima volta realizza l'uniformità di trattamento dei prestiti e dei titoli di fronte al controllo bancario effettuato dalle varie amministrazioni federali. Furono rivedute le classificazioni dei rapporti di verifica sui prestiti concessi dalle banche, riconoscendosi il principio che nel consentire prestiti a carattere temporaneo, oppure di investimento fisso, le banche debbono essere incoraggiate a fare assegno sul merito intrinseco piuttosto che sulla liquidità o sulla brevità della scadenza. Analogamente, per quanto riguarda i titoli, si riconobbe che gli investimenti delle banche vanno considerati dal punto di vista della loro bontà intrinseca piuttosto che da quello delle quotazioni giornalieri di Borsa. I portafogli titoli delle banche furono ripartiti in quattro categorie di cui le tre prime comprendono obbligazioni a carattere di investimento speculativo ovvero in mora, mentre la quarta comprende le azioni e titoli affini. Si stima che 90% del portafoglio totale delle banche sia rappresentato da titoli della categoria "investimenti" e si è addivenuti al criterio che nei rapporti di verifica le oscillazioni del mercato non debbano essere tenute in conto, i titoli della detta categoria dovendo, invece, figurare al loro valore d'acquisto. "Una volta scissa la valutazione degli investimenti bancari dalle quotazioni correnti del mercato, si ritiene che le banche si sentiranno incoraggiate ad acquistare titoli di sane aziende commerciali ed industriali, grandi o piccole, in base al loro merito intrinseco e non per quello che promettono di guadagno speculativo" — così commenta il Bollettino della Riserva federale.

Queste revisioni dei principii della disciplina bancaria sono una logica conseguenza dell'estensione data, nel settembre 1937, alle norme che disciplinano le banche di riserva federale nei riguardi degli sconti e delle anticipazioni alle banche affiliate. La maggior liberalità delle norme riguardanti i prestiti si basò sul principio affermato dal Consiglio, che "l'esperienza ha dimostrato che la solvibilità delle banche si difende meglio coll'aver attento riguardo alla qualità

della carta che esse acquistano anzichè colla stretta osservanza della forma rivestita da tale carta, e che il prestar attenzione maggiore alla bontà e minore alla forma, costituisce un buon principio bancario."

La tendenza delle banche americane ad allargare la sfera delle operazioni in campi diversi dalla conversione di crediti commerciali a breve termine è esemplificata dall'aumento, nel corso del 1938, dei prestiti ipotecari delle banche rurali, il cui totale supera attualmente di 30% quello del marzo 1936. L'aumento di questi prestiti si è sviluppato in relazione a immobili e terreni diversi dai fondi agrari e, alla fine del 1938, 65% dei prestiti ipotecari, concessi da banche rurali, si riferivano a proprietà residenziali, esclusi i fondi agrari.

La maggiore liquidità che si riscontra nelle banche commerciali della maggioranza dei paesi, riflette, almeno in parte, una diminuzione della domanda di crediti a breve termine da parte delle aziende industriali e commerciali; tale liquidità spinge naturalmente le banche a ricercare nuove possibilità di impiego in altre categorie di prestiti e di investimento. Ciò le porta a trovarsi in acuta concorrenza con istituti, come le casse di risparmio e le compagnie di assicurazione, i quali spesso provano difficoltà ad investire le loro grandi disponibilità provenienti dal piccolo risparmio. Negli anni recenti è divenuta meno netta la distinzione tra le diverse categorie di istituti finanziari, dal punto di vista della attività che esercitano. Mentre le banche commerciali generalmente possiedono oggigiorno maggior quantità di titoli di Stato e perciò si avvicinano al tipo delle casse di risparmio e delle compagnie di assicurazione, queste si dedicano sempre di più agli investimenti in ipoteche per migliorare il minor rendimento del loro portafoglio titoli. Nell'insieme, l'importanza relativa delle banche commerciali nella struttura finanziaria di parecchi paesi tende piuttosto a declinare. In queste circostanze la tendenza, affermata dopo il 1929, a restringere il campo delle operazioni delle banche commerciali, appare subire un certo rallentamento e in taluni paesi è chiaro che questo cambiamento di indirizzo si riconnette al desiderio di favorire, in genere, gli investimenti a lungo termine.

## VII. LE OPERAZIONI ORDINARIE DELLA BANCA

### 1. L'ATTIVITA DEL DIPARTIMENTO BANCARIO.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1939, certificato dai sindaci, figura all'allegato II alla presente relazione. La cifra totale è di 606,5 milioni di franchi svizzeri oro di 0,2903 grammi d'oro fino, contro 644 milioni al 31 marzo 1938. Il metodo seguito per valutare in franchi svizzeri oro le diverse divise che compongono le attività e le passività è basato, come per l'esercizio precedente, sul prezzo ufficiale di vendita dell'oro da parte del Tesoro americano e sul corso del cambio delle singole valute contro il dollaro al giorno di chiusura dei conti. Tale valutazione mette in evidenza una sola alterazione importante, nel valore delle principali divise: quella del franco francese; mentre il 31 marzo 1938 100 franchi francesi corrispondevano a 9,38 franchi (di 0,2903 gr. d'oro fino) al 31 marzo 1939 essi non ne rappresentavano più che 8,08.

Il movimento delle risorse della Banca e, in una certa misura, il ritmo della sua stessa attività, hanno continuato a dipendere, nel 1938 come nel 1937, dalla politica delle banche centrali in materia di divise estere. D'altra parte, si può constatare adesso che le operazioni su divise non rappresentano più che una parte decrescente dell'attività totale della Banca, dato lo sviluppo che hanno preso, tra l'altro, le sue operazioni sull'oro.

Il volume dei movimenti nei conti di depositi nel corso del nono esercizio non ha presentato, infatti, che un aumento relativamente leggero, all'incirca 3%<sub>0</sub> rispetto al movimento dell'esercizio precedente. Invece, l'insieme delle operazioni sull'oro (acquisti, vendite e scambi, movimenti di oro in custodia) è aumentato di due terzi nel corso dell'ultimo esercizio, mentre l'attività totale della Banca è aumentata di poco più di un terzo.

Al principio dell'esercizio si è manifestata una corrente d'operazioni abbastanza ragguardevole la quale però, è andata rallentandosi nei mesi di maggio e di giugno. Durante i mesi estivi, crescendo la tensione internazionale, le risorse della Banca diminuirono leggermente; tornarono ad aumentare in misura sensibile dalla metà d'agosto ai primi giorni di settembre. A quel momento non sarebbe dipeso che dalla Banca stessa di aumentare le sue disponibilità, se soltanto avesse trovato modo di impiegarle adeguatamente e con profitto.

La situazione cambiò bruscamente al principio della settimana del 5 settembre; fino verso la fine del mese i ritiri di divise e di oro si susseguirono con ritmo accelerato. Talune banche centrali ritirarono, in quel periodo, una parte importante, talvolta la totalità, dei loro depositi; i ritiri di divise, durante

questo periodo, superarono in complesso l'equivalente di circa 72,5 milioni di franchi svizzeri oro.

La tabella seguente dà un'idea di talune fasi caratteristiche del movimento delle risorse della Banca:

	31 marzo 1938	31 maggio 1938	31 agosto 1938	30 settemb. 1938	31 dicembre 1938	31 marzo 1939
milioni di franchi svizzeri oro						
Depositi di banche centrali in conto proprio . . . .	179,2	183,9	166,1	100,1	132,4	143,5
Oro in barre . . . . .	20,9	32,3	30,9	19,2	42,1	38,7
Oro in custodia . . . . .	479,1	385,7	332,2	265,5	292,0	236,7
Totale dell'oro conservato dalla B. R. I. . . . .	500,0	418,0	363,1	284,7	334,1	275,4

Durante il periodo dal maggio al dicembre 1938, i depositi in divise e quelli in oro mostrano fluttuazioni nello stesso senso; ma, prima e dopo tale periodo, queste due voci si muovono in senso contrario. La cifra dell'oro tenuto in custodia si era, al 31 marzo 1939, ridotta all'incirca a metà, rispetto alla data corrispondente del 1938, in seguito ai ritiri destinati a provvedere divise ed ai rimpatrii di metallo.

Il confronto tra le voci principali del bilancio al 31 marzo 1938 ed al 31 marzo 1939 dà luogo alle osservazioni seguenti.

#### 1. PASSIVO.

Il deprezzamento d'una delle monete in cui la Banca possiede investimenti a lungo termine ha ridotto questo capitolo da 259,2 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1938 a 255,2 milioni al 31 marzo 1939.

La tabella che precede mostra l'andamento dei Depositi in divise delle banche centrali in conto proprio. Il loro massimo fu raggiunto il 31 maggio 1938 con circa 184 milioni di franchi svizzeri oro. Il loro minimo si è avuto, alla fine di settembre, con 100 milioni. La diminuzione in questo periodo di quattro mesi è stata relativamente più importante per i depositi a breve termine che non per quelli a vista, come si rileva dalla tabella seguente.

I Depositi di banche centrali in conto di terzi si elevavano a 3,3 milioni al 31 marzo 1938 ed a 1,8 milioni al 31 marzo 1939; nell'intervallo, la loro cifra ha oscillato fra un massimo di 3,6 milioni ed un minimo di 1,5 milioni. La voce Altri depositanti era rappresentata dalla cifra di 2,2 milioni al 31 marzo 1938; essa è andata crescendo lentamente fino a 6,9 milioni al

	Depositi in divise a breve termine	Depositi in divise a vista
	milioni di franchi svizzeri oro	
31 maggio . . . . .	127,5	56,3
30 settembre . . . . .	76,9	23,2
Differenza dal 31 maggio al 30 settembre	— 50,6	— 33,2
Differenza percentuale . . . . .	— 40	— 59

30 settembre, scendendo poi in modo continuo fino a 4,4 milioni al 31 marzo 1939.

I Depositi a vista (in oro) si sono mantenuti ad un livello sensibilmente costante durante tutto l'esercizio. Da 9,6 milioni all'inizio essi si ritrovano a 9,7 milioni alla fine dello stesso dopo essere passati per un massimo di 9,8 ed un minimo di 9,1 milioni. Peraltro, i movimenti che questi conti hanno presentato nel corso dell'anno hanno avuto una certa importanza ed è aumentato il numero di coloro che hanno accolto l'idea di questo genere di depositi. Il numero di conti in oro, che era di 14 al 31 marzo 1938, è passato a 19 al 31 marzo 1939. La loro esistenza si rivela particolarmente utile nel giuoco dei pagamenti postali per tramite della Banca; essi facilitano le operazioni di ripartizione e di versamento di fondi nelle varie divise quando si tratta di somme di piccola importanza. La Banca può anche girare oro da un conto all'altro, ciò che permette di vendere l'oro su una piazza ovvero su un'altra, onde operare costantemente nel miglior interesse dei clienti. Infine, questi conti di depositi in oro si sono anche dimostrati utili per contabilizzare i piccoli residui delle operazioni di vendita o di scambio d'oro.

## 2. ATTIVO.

L'Oro in barre, che si era valutato a 20,9 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1938, figura per 38,7 milioni nel bilancio al 31 marzo 1939. Salvo il 30 settembre, giorno in cui questa voce cadde a 19,2 milioni, essa ha quasi costantemente oltrepassato i 21 milioni di franchi svizzeri oro, raggiungendo alla fine di febbraio 1939 51,1 milioni.

La scorta d'oro appartenente in proprio alla Banca risulta dall'eccedenza dell'oro in barre sugli impegni in oro rappresentati dai conti di depositi a vista in oro. Essa ha oscillato, nel corso dell'esercizio, fra un minimo di 9,9 milioni di franchi svizzeri oro, il 30 settembre 1938, ed un massimo di 41,3 milioni, il 28 febbraio 1939. L'esperienza ha permesso di constatare l'opportunità di avere come scorta, in media, almeno 25 milioni di franchi svizzeri oro. Con

tale massa la Banca può assicurare l'esecuzione, nelle migliori condizioni, delle operazioni su oro che le vengono affidate. Inoltre, tale scorta dà la possibilità di accrescere il contante in cassa mediante vendite di oro.

La Cassa in divise, mantenuta sotto forma di contante e conti correnti presso le banche centrali, dopo essere rimasta per qualche tempo nei pressi del livello del 31 marzo 1938 — 22,2 milioni di franchi svizzeri oro — è andata aumentando fino dalla fine di giugno, per raggiungere 48,1 milioni al 31 agosto; diminuita in modo continuo fino a 11,9 milioni al 28 febbraio, essa ritornava a 23,6 milioni al 31 marzo 1939, cioè all'incirca al livello di un anno prima.

I Fondi a vista fruttiferi hanno subito variazioni proporzionalmente meno importanti: da 15,8 milioni al 31 marzo 1938 essi sono scesi a 12,5 milioni al 28 febbraio 1939, senza aver mai raggiunto i 20 milioni. Un gonfiamento temporaneo, alla fine dell'esercizio, li aveva portati a 32,7 milioni.

Neppure il Portafoglio riscontabile ha subito variazioni importanti: da 229,6 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1938 esso passava a 248,4 milioni al 30 giugno, scendendo poi a 197,1 milioni al 30 settembre, per ritornare, alla fine di marzo 1939, a 216,9 milioni. L'esame della sua composizione permette di constatare che gli effetti e le accettazioni bancarie continuano a predominare sui buoni del Tesoro; infatti, il loro volume passa, durante l'esercizio, da 126,8 a 142,2 milioni, mentre i buoni del Tesoro scendono da 102,8 a 74,7 milioni.

Nonostante la riduzione di 37 milioni nella cifra totale del bilancio, l'insieme delle disponibilità raggiungeva 312 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939, contro 288,5 milioni un anno prima, cioè 23,5 milioni di più; dato che la cifra dei depositi a vista al 31 marzo 1939 supera di assai poco quella del 31 marzo 1938, la situazione di liquidità della Banca può essere considerata come soddisfacente.

I Fondi vincolati fruttiferi sono scesi tra il 31 marzo 1938 ed il 31 marzo 1939, da 53,9 a 32,8 milioni. Il loro totale rimane prossimo alla cifra iniziale fino alla fine di novembre.

Gli Effetti e investimenti diversi sono parimenti diminuiti in proporzione relativamente importante: da 300,5 milioni al 31 marzo 1938 essi passano a 258,7 milioni alla fine dell'esercizio. Fra questi investimenti, quelli che hanno durata superiore a sei mesi non rappresentano più che 68,5 milioni al 31 marzo 1939, contro 90,7 milioni un anno prima.

La Banca ha dovuto affrontare, nel corso dell'esercizio, quei problemi che si affacciano oggigiorno ad ogni investimento internazionale di capitali.

Fra tali problemi va rilevata la scarsezza delle forme d'investimento a breve termine comportanti un rendimento sufficiente. Tranne certe categorie di fondi di carattere speciale, i depositi affidati alla Banca sono, generalmente,

effettuati nelle divise dei mercati sui quali nulla, o quasi, è la possibilità di trovare remunerazione. Spetta alla Banca di cercare di risolvere il problema del rendimento nel miglior interesse dei suoi clienti e in quello suo proprio: è questa la ragione, del resto, che ha costretto la Banca a fissare, per parecchie monete, dei limiti alle somme che essa accetta di remunerare in conto a vista o a brevissimo termine.

Taluni investimenti a medio termine (per esempio sei mesi o un po' più) permetterebbero indubbiamente di ottenere una qualche remunerazione. Non ostante il premio che, per accordo speciale, occorre pagare per ottenere che, in caso di bisogno, questi investimenti possano essere rimobilizzati, il rendimento rimane relativamente interessante. Disgraziatamente, è raro e difficile riuscire a concludere accordi speciali di tal genere.

La necessità in cui la Banca si trova di fare suo proprio, in ogni circostanza, il criterio che sembra essere quello dei suoi depositanti — evitare, cioè, di impegnarsi a termine — implica dunque per l'Istituto l'astensione da investimenti che non siano rapidamente realizzabili, ciò che praticamente significa rinunciare a quasi tutti gli investimenti che darebbero un rendimento importante.

\* \* \*

Grazie allo sviluppo delle operazioni sull'oro nel corso dell'ultimo esercizio, l'Istituto ha reso, alle banche centrali che ne sono socie, un insieme di servizi che talune tra loro difficilmente avrebbero potuto ottenere, nella maggior parte dei casi, ricorrendo direttamente ai mercati.

I metodi impiegati in queste operazioni non sono stati diversi da quelli seguiti nei precedenti esercizi. Sono state eseguite principalmente delle conversioni di oro in divise e, inversamente, delle compensazioni e dei trasporti di metallo. Le vendite di oro contro divise hanno rappresentato la maggior parte di queste operazioni, ciò che spiega, d'altronde, la riduzione del volume totale dell'oro in custodia. Ma la velocità di ricostituzione di questa scorta, in certi momenti, è stata assai più considerevole che non in passato. A frequenti riprese si sono evitati i ritardi inerenti alle spedizioni effettive, sia consentendo anticipazioni a tassi estremamente modesti, sia facendo intervenire come elemento di compensazione l'oro di proprietà della Banca. In quest'ultimo caso, la Banca si è trovata talvolta limitata, nelle sue possibilità, dalle sue proprie esigenze di liquidità. Ciononostante essa ha potuto, in quasi tutte le circostanze, adempiere al compito cui tendevano i suoi sforzi: organizzare, per le banche centrali, un "centro di movimenti di oro" operante nel miglior interesse comune di tutti i partecipanti.

\* \* \*

L'andamento è stato meno soddisfacente nel campo delle operazioni intese a favorire il finanziamento del commercio internazionale, ciò che va attribuito in parte all'influenza di avvenimenti che hanno portato alla denuncia di talune operazioni importanti. Il volume delle operazioni di questa natura, dopo essersi mantenuto fino al mese di novembre ad un livello medio prossimo a quello della fine di marzo 1938, si è ridotto, alla fine dell'esercizio scorso, alla metà circa di quello che era al principio.

Come nel caso dei depositi in divise, i corrispondenti non ricorrono alla Banca, in generale, se non quando le sue condizioni sono più favorevoli di quelle che essi trovano direttamente sui mercati. Per quelle divise nelle quali la Banca non ha possibilità di rifinanziarsi presso la banca centrale responsabile, il numero ed il volume delle operazioni concluse vanno diminuendo.

Per ragioni d'ordine generale sulle quali, d'altronde, le banche centrali in maggioranza sono d'accordo, la concessione di queste facilitazioni al commercio sembra costituire un aspetto importante dell'attività della Banca nell'interesse comune delle banche centrali stesse. Naturalmente occorre che il carattere commerciale delle operazioni sia fuori di dubbio; la Banca ha, pertanto, mediante adatti meccanismi tecnici, tentato di individuare i crediti commerciali che si trovano alla base di queste operazioni. Essa sperava in tal modo di indurre talune banche centrali ad aprire alla Banca, nell'ambito delle loro proprie esigenze statutarie, dei crediti di rimobilizzo, ma le difficoltà talvolta incontrate non le hanno tolto di accordare a sua volta dei crediti nelle condizioni in cui taluni dei suoi corrispondenti li avevano chiesti.

\* \* \*

Nel campo del movimento internazionale dei vaglia postali e dei pagamenti internazionali da parte di amministrazioni telegrafiche e telefoniche, la Banca ha continuato ad eseguire trasferimenti per conto di alcune amministrazioni, secondo il metodo esposto nella quinta relazione annuale (pag. 79) e già praticato da cinque anni, cioè mediante trasferimenti tra conti in divise delle rispettive banche centrali. Inoltre, ha trovato pratica applicazione, e secondo l'esperienza degli interessati, ha dato risultati soddisfacenti, anche il nuovo metodo, descritto alla pagina 117 della settima relazione annuale, il quale consiste nell'impiego di conti di depositi in oro.

È noto che le amministrazioni riunite nell'Unione postale universale e quelle che fanno capo all'Unione delle telecomunicazioni computano certi pagamenti in franchi oro, secondo la definizione contenuta nella convenzione rispettiva delle suddette Unioni, e cioè 9/31 grammi di oro fino, unità convenzionale indipendente da qualsiasi moneta nazionale. Già nel 1934, al congresso dell'Unione postale universale al Cairo, fu introdotta nel regolamento per l'esecu-

zione della convenzione una norma speciale, la quale consente di effettuare questi pagamenti postali internazionali attraverso la Banca dei Regolamenti Internazionali, per il tramite delle banche centrali. Analoghe norme sono state introdotte, nel 1938, nei regolamenti per i servizi telegrafici e telefonici della convenzione dell'Unione delle telecomunicazioni. Grazie all'esistenza, presso la Banca, di conti di depositi in oro di parecchie banche centrali, si è reso possibile eseguire i detti pagamenti in franchi oro mediante semplice giro tra i conti in questione. Con questo procedimento, che la Banca ha perfezionato in stretta collaborazione specialmente coll'ufficio internazionale dell'Unione postale universale e con la direzione centrale dell'Amministrazione svizzera delle poste e dei telegrafi e che è stato portato a conoscenza delle singoli amministrazioni, diviene superfluo discutere tra creditori e debitori circa la particolare moneta in cui un determinato pagamento deve essere effettuato e di convertire la cifra in franchi oro nella moneta prescelta. D'altra parte, non si rendono necessarie spedizioni effettive di oro nè al momento dell'apertura, nè durante i movimenti dei singoli conti dei depositi di oro.

I vantaggi di questo metodo consistono principalmente nella sicurezza, economia e rapidità. Non si fanno spedizioni nè di oro nè di assegni bancari od altro; le oscillazioni dei cambi delle singole monete restano escluse e la Banca dei Regolamenti Internazionali non addebita alcuna spesa. Inoltre, il pagamento per giroconto viene fatto nel minimo di tempo. In vista di questi vantaggi, otto paesi hanno già accolto questo metodo di pagamento internazionale in franchi oro, e l'esperienza favorevole già fatta, nonchè le trattative in corso con altri paesi consentono di sperare che la Banca possa, in avvenire, rendere in crescente misura servizi anche in questa categoria di pagamenti internazionali, che è suo compito importante di contribuire a facilitare.

## 2. LE FUNZIONI DELLA BANCA COME FIDUCIARIO E AGENTE.

La situazione è rimasta invariata, durante l'esercizio esaminato, per quanto riguarda i pagamenti da parte della Germania, dell'Ungheria, della Bulgaria e della Ceco-Slovacchia, delle annualità previste dal Nuovo Piano adottato alla Conferenza dell'Aja nel gennaio 1930: durante questo periodo la Banca non ha ricevuto nulla a valere su tali annualità.

La situazione, nei confronti dei rispettivi Fiduciari, è del pari immutata per quanto riguarda il servizio del Prestito Esterno della Germania 1924 ed il Prestito Internazionale del Governo tedesco 5½% 1930; a partire dal 1° luglio 1934, il Governo tedesco non ha più fornito ai Fiduciari i fondi, nelle valute delle varie emissioni, occorrenti per il servizio di questi prestiti. Cionondimeno,

alcune categorie di obbligazionisti hanno continuato a ritrarre un vantaggio dagli accordi speciali stipulati tra il Governo tedesco e varii altri Governi: agli obbligazionisti che si trovano nelle condizioni specificate nei detti accordi, il valore nominale delle cedole viene pagato, per il tutto o in parte, nella moneta del rispettivo paese di domicilio. In occasione della revisione, avvenuta nel corso dell'esercizio qui esaminato, di taluni fra gli accordi cui si allude, si è provveduto a ridurre il tasso degli interessi, al fine di devolvere all'ammortamento l'economia così realizzata. Nei confronti degli obbligazionisti i quali non incassano l'intero valore nominale della cedola in base ai detti accordi e che tuttavia non hanno rinunciato al diritto di riceverlo integralmente, il Governo tedesco ha mantenuto l'offerta di liquidare il saldo in marchi, calcolati al cambio ufficiale della Reichsbank, a condizione che l'impiego di tali marchi sia sottoposto a norme analoghe a quelle che regolano l'uso dei marchi registrati. I Fiduciari dei due prestiti in questione non sono parti in alcuno dei detti accordi speciali, non hanno avuto ingerenza alcuna nell'esecuzione degli stessi e li hanno ritenuti incompatibili colle rispettive Obbligazioni Generali e con gli accordi internazionali che ad esse si riferiscono. Gli equivalenti in franchi svizzeri oro delle somme in varie valute che, al 31 marzo 1939, rimanevano a disposizione dei Fiduciari dei rispettivi prestiti, figurano all'allegato V.

Durante l'esercizio al quale si riferisce la presente relazione, la Banca, in qualità di Fiduciario del Prestito Internazionale del Governo austriaco 1930, ha regolarmente e puntualmente ricevuto dal Governo austriaco: a) fino a tutto il mese d'aprile 1938, i redditi vincolati in scellini austriaci, i quali rappresentano la garanzia collaterale del Prestito; b) fino a tutto il 1° maggio 1938, le rate mensili per il servizio del Prestito nelle valute corrispondenti alle emissioni. L'obbligazione definitiva dell'emissione americana contiene una clausola "moneta d'oro", ma il Governo austriaco, continuando nell'indirizzo preso nel luglio 1933, ha fornito fondi sufficienti soltanto a pagare le cedole della detta emissione al loro valore nominale. In conseguenza dell'unione dell'Austria e della Germania, i redditi vincolati cessarono nell'aprile 1938 d'essere versati al conto del Fiduciario; le rate mensili per il servizio del Prestito nelle divise corrispondenti alle emissioni, pagabili il 1° giugno 1938 ed i mesi successivi, non sono state versate al Fiduciario. Nella seconda metà dell'anno del Prestito, terminato il 30 giugno 1938, il Fiduciario, pertanto, ha ricevuto soltanto cinque rate mensili di servizio e si è trovato in grado di far fronte al pagamento di soli cinque sestimi dell'ammontare nominale delle cedole delle emissioni americana, britannica e olandese, italiana e svizzera, maturate il 1° luglio 1938. Nel caso dell'emissione svedese, il Fiduciario si trovò in grado di utilizzare, nella misura occorrente per pagare integralmente il valore nominale delle cedole maturate il 1° luglio 1938, fondi disponibili in conto ammortamento. L'obbligazione definitiva dell'emissione

austriaca contiene una clausola "valore oro" e le rate mensili già pagate dal Governo austriaco e destinate al servizio di tale emissione sembrarono sufficienti per rispettare la detta clausola. Senonchè, alla scadenza del 1° luglio 1938, risultò impossibile di rispettare, nella maniera prescritta, la clausola "valore oro" nei confronti della cedola dell'emissione austriaca, poichè lo scellino austriaco aveva cessato di esistere come moneta effettiva. Per di più, le autorità germaniche decisero che le cedole del Prestito espresse in scellini dovessero venire pagate in marchi. Il Fiduciario, avendo a sua disposizione dei fondi in conto ammortamento emissione austriaca, decise di servirsene nella misura occorrente per completare il pagamento della cedola maturata il 1° luglio 1938 fino a concorrenza del suo valore nominale. Le autorità germaniche decisero di pagare in marchi, al cambio di 0,67 marchi per scellino, le cedole del Prestito espresse in scellini e cioè al cambio decretato a tutti gli effetti interni per il pagamento dei debiti espressi in scellini. Le autorità germaniche furono d'avviso che la clausola "valore oro" sarebbe stata rispettata col convertire gli scellini in marchi alla pari, cioè in ragione di 0,59 marchi per scellino, cosicchè l'aver pagato le cedole in marchi "liberi" al cambio di 0,67 marchi per scellino significava aver più che rispettato la "clausola oro". Per quanto riguarda i fondi di cui il Fiduciario era creditore in conti espressi in scellini, le autorità germaniche si attennero al principio di considerarli come crediti dell'estero, di modo che la loro conversione in marchi dovesse farsi al cambio di 0,50 marchi per scellino. In conseguenza di tale decisione, si dovè fare ricorso all'utilizzazione dei fondi d'ammortamento disponibili, in maggior misura che non si sarebbe altrimenti resa necessaria. Il Fiduciario del Prestito ha protestato vivamente presso il Governo tedesco contro le infrazioni dell'Obbligazione Generale e dei contratti del Prestito, costituite dal mancato versamento dei redditi vincolati nel conto del Fiduciario dall'aprile 1938 in poi, e dal mancato pagamento al Fiduciario, dal 1° giugno 1938 in poi, delle rate mensili del servizio nelle valute corrispondenti alle emissioni. Il Fiduciario ha espressamente riservato tutti i suoi diritti e quelli degli obbligazionisti.

Il Governo germanico e taluni altri Governi hanno stipulato accordi per effetto dei quali gli obbligazionisti che si trovano nelle condizioni ivi specificate hanno facoltà di ottenere il pagamento d'una parte del valore nominale delle loro cedole nella valuta del loro paese di domicilio. Il Fiduciario non è parte in alcuno di tali accordi, non ha avuto nulla a che vedere nella loro stipulazione e nella loro esecuzione ed ha protestato nei loro confronti presso il Governo germanico, dichiarandoli incompatibili con le stipulazioni dell'Obbligazione Generale. Il Governo germanico ha dichiarato di non riconoscere l'esistenza di una successione legale nelle obbligazioni di prestito della cessata Confederazione austriaca ed ha dichiarato soppresso il servizio di tali prestiti. Cionondimeno

è stato offerto ai portatori d'obbligazioni dei detti prestiti il cambio con un prestito da emettersi da parte del Governo germanico, espresso in marchi e fruttante interesse a  $4\frac{1}{2}\%$  all'anno, con una quota d'ammortamento di  $2\%$  più le economie in conto interessi.

Figura agli allegati IVa e IVb un rendiconto degli incassi e pagamenti del Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo austriaco 1930, certificato dai sindaci e relativo all'ultimo esercizio completo del prestito, il quale si è chiuso il 30 giugno 1938. Inoltre, l'equivalente in franchi svizzeri oro dei fondi relativi a questo prestito, che si trovavano depositati a nome dei Fiduciari alla data del 31 marzo 1939, è indicato all'allegato V.

La Banca ha continuato ad assolvere le sue incombenze nella liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento, avvenuto nel febbraio 1935, del Territorio della Saar alla Germania. Il Governo tedesco si impegnò a riscattare dalla Francia le miniere, le ferrovie ecc., del Territorio della Saar contro un compenso globale di 900 milioni di franchi francesi, pagabili in cinque anni, prevalentemente mediante consegne di carbone e di franchi francesi ed altre valute estere, raccolte nella Saar in cambio di marchi all'epoca del trasferimento del territorio. Fino a tutto il 31 marzo 1938, la somma totale pagata dalla Germania a tale titolo, si è elevata a 681,4 milioni di franchi francesi. Durante l'esercizio qui esaminato fu pagata un'ulteriore somma di 108,4 milioni di franchi francesi, raggiungendosi così a tutto il 31 marzo 1939 la somma totale di 789,8 milioni di franchi francesi.

I Governi francese e germanico hanno continuato ad avvalersi dei servizi della Banca in relazione alle questioni finanziarie sorte nel corso dell'esecuzione della convenzione di cessione della foresta Mundat, alla frontiera franco-tedesca. Durante l'anno la convenzione è stata ratificata dai due Governi e le sue clausole finanziarie hanno avuto esecuzione completa.

La Banca ha anche continuato a funzionare come intermediario per il servizio in Svizzera del Prestito francese della Sicurezza Nazionale  $4\frac{1}{2}\%$  1937, ricevendo regolarmente e puntualmente dal Governo francese, e trasferendo ai varii Agenti finanziari, a tempo debito e nella misura necessaria, i fondi occorrenti per pagare le cedole del Prestito in Svizzera.

### 3. UTILE NETTO E SUA RIPARTIZIONE.

Spetta all'Assemblea Generale di esaminare se vi sia luogo a ripartire un dividendo e di determinare le assegnazioni alle riserve. L'utile netto

dell'esercizio, tenuto conto di eventuali sopravvenienze, è di 8.583.864,63 franchi svizzeri oro, il franco svizzero oro equivalendo, in base all'articolo 5 degli statuti della Banca, a 0,29032258 . . . grammi d'oro fino. L'utile netto per l'ottavo esercizio finanziario fu di 9.011.956,53 franchi svizzeri oro. Nel bilancio chiuso il 31 marzo 1939 ogni valuta è computata ad un corso eguale o inferiore al corso meno favorevole quotato a tale data e tutte le attività sono valutate ai corsi del mercato, o al disotto, oppure ai prezzi di acquisto o al disotto.

Dopo provveduto all'assegnazione alla riserva legale, come è prescritto dall'articolo 53 degli statuti, di 5% dell'utile netto, cioè di 429.193,23 franchi svizzeri oro (1938: 450.597,83 franchi svizzeri oro), si propone che l'Assemblea Generale ripartisca un dividendo di 6% all'anno per il nono esercizio finanziario. Il pagamento di tale dividendo richiederà una somma di 7.500.000 franchi svizzeri oro (1938: 7.500.000 franchi svizzeri oro). La rimanenza dell'utile netto, dopo ripartito il dividendo, ammonterà a 654.671,40 franchi svizzeri oro, da destinarsi secondo il disposto dell'articolo 53 degli statuti.

Facendo uso della facoltà conferitagli dal capoverso (c) dell'articolo 53 degli statuti, il Consiglio d'amministrazione ha deliberato di assegnare al fondo speciale di riserva per dividendi, previsto dagli statuti, la somma di 130.934,28 franchi svizzeri oro, massimo prelevamento consentito dagli statuti per tale assegnazione sull'utile netto dell'esercizio finanziario testè chiuso (1938: 212.271,74 franchi svizzeri oro).

Fatte le assegnazioni sopra indicate, l'Assemblea Generale è invitata a prelevare sulla rimanenza, a favore del fondo generale di riserva, la quota prescritta dal capoverso (d) dell'articolo 53 cioè 261.868,56 franchi svizzeri oro (1938: 424.543,48 franchi svizzeri oro). In tale modo, l'insieme delle riserve, legale, per dividendi e generale, ammonterà alla fine del nono esercizio a 25.092.930,89 franchi svizzeri oro.

Il citato articolo degli statuti stabilisce la maniera secondo cui deve essere ripartito il saldo dell'utile netto, cioè 261.868,56 franchi svizzeri oro, fra quei governi o quelle banche centrali della Germania e dei paesi aventi diritto a parte delle annualità pagabili in virtù del Nuovo Piano definito nell'accordo dell'Aja del gennaio 1930, i quali o le quali avranno mantenuto alla Banca depositi a termine non ritirabili prima di cinque anni. Nessuna banca centrale mantiene presentemente depositi di questo genere, ma i seguenti governi ne mantengono e hanno il diritto, in relazione alla durata minima di tali loro depositi, di partecipare alla ripartizione del residuo d'utile di 261.868,56 franchi svizzeri oro (1938: 424.543,48 franchi svizzeri oro) nel seguente modo:

Depositi in Conto Fiduciario Annualità, secondo l'articolo IV (e) del Contratto Fiduciario:	1938/39	1937/38
	Franchi svizzeri oro	
Francia . . . . .	85.270,87	133.407,30
Gran Bretagna . . . . .	33.321,91	52.132,53
Italia . . . . .	17.405,10	27.230,48
Belgio . . . . .	9.415,36	14.730,44
Romania . . . . .	1.644,95	2.573,54
Jugoslavia . . . . .	6.846,11	10.710,82
Grecia . . . . .	563,98	882,36
Portogallo . . . . .	1.080,96	1.691,18
Giappone . . . . .	1.080,96	1.691,18
Polonia . . . . .	<u>31,33</u>	<u>49,02</u>
	156.661,53	245.098,85
 Deposito infruttifero del Governo tedesco, secondo l'articolo IX del Contratto Fiduciario . . . . .	 78.330,76	 122.549,43
 Deposito del Governo francese (Saar) . . . . .	 853,22	 1.806,20
 Fondo di garanzia del Governo francese, secondo l'articolo XIII del Contratto Fiduciario . . . . .	 <u>26.023,05</u>	 <u>55.089,—</u>
	<u>261.868,56</u>	<u>424.543,48</u>

La contabilità della Banca e il nono bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai sigg. Price, Waterhouse & Co., ragionieri patentati. Il bilancio figura all'allegato II, accompagnato dalla dichiarazione dei sindaci certificanti che essi hanno ricevuto tutte le informazioni ed i chiarimenti desiderati e che, a loro avviso, il bilancio, corredato dalla nota, è compilato in modo da rispecchiare la vera ed esatta situazione degli affari della Banca, quale loro risulta in base alla loro migliore conoscenza ed alle spiegazioni loro fornite, e quale è dimostrata dai libri della Banca. Il conto perdite e profitti e la ripartizione dell'utile sono riprodotti nell'allegato III.

#### 4. CAMBIAMENTI NEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE.

All'inizio dell'esercizio finanziario venne a scadere il mandato del professore G. Bachmann, Presidente del Direttorio della Banca nazionale svizzera; egli fu riletto per un ulteriore triennio. In seguito alla sua nomina a Presidente del Consiglio di Banca della Banca nazionale svizzera, il professore Bachmann,

con grande rincrescimento dei suoi colleghi, ha fatto conoscere la sua intenzione di dimettersi dal Consiglio dopo la seduta dell'8 maggio 1939. Il professore Bachmann ha fatto parte del Consiglio per otto anni; la mancanza della sua cordiale collaborazione e dei suoi saggi consigli, in avvenire, sarà fortemente sentita.

In seguito al cambiamento nella Presidenza della Reichsbank nel gennaio 1939, il dott. Schacht, consigliere ex officio fino dall'aprile 1933, si è ritirato dal Consiglio. Il dott. Schacht fu uno dei primi organizzatori della Banca e prese una parte importante nelle discussioni a Baden-Baden, nel 1929, che portarono alla fondazione della Banca. Gli eminenti servizi che egli rese al nostro istituto sono riconosciuti con gratitudine. Il dott. P. Reusch, uno dei più antichi membri del Consiglio, si è dimesso in gennaio con grande rincrescimento dei suoi colleghi. Il signor Walther Funk, Ministro dell'economia nazionale di Germania, è entrato a fare parte del Consiglio, quale membro ex officio, in seguito alla sua nomina a Presidente del Direttorio della Reichsbank in luogo del dott. Schacht; egli ha nominato il dott. Hermann Schmitz al posto in Consiglio lasciato vacante dal dott. Reusch.

Il professore Alberto Beneduce, Vicepresidente del Consiglio, è stato nominato Senatore del Regno d'Italia e, in base agli statuti della Banca, non può più essere rieletto nel Consiglio. Il professore Beneduce partecipò anch'egli alle discussioni a Baden-Baden nel 1929 e fu fino dall'inizio membro del Consiglio. Durante gli ultimi sette anni egli ha ricoperto la carica di Vicepresidente del Consiglio, fu membro dei due comitati internazionali che si riunirono alla Banca nell'agosto e nel dicembre 1931, ricoprendo la carica di Presidente del secondo di tali comitati. La profonda conoscenza ed esperienza delle questioni finanziarie che egli mise al servizio della Banca sono state della massima utilità per il nostro istituto ed il suo ritiro è causa di vivo rincrescimento. Il Governatore della Banca d'Italia ha nominato membro del Consiglio il professore Francesco Giordani, in sostituzione del professore Beneduce.

Tra i membri supplenti del Consiglio, il signor E. Hülse ed il dott. W. Vocke si ritirarono dalla carica di supplenti del Presidente della Reichsbank in seguito alle loro dimissioni da quest'ultima. Entrambi avevano preso parte attiva ai negoziati a Baden-Baden all'epoca della fondazione della Banca. Il signor Hülse fu dipoi il primo Vicedirettore generale del nostro istituto e successivamente divenne supplente del Presidente della Reichsbank insieme col dott. Vocke, che lo era fino dalla fondazione. In loro sostituzione, il signor Walther Funk ha nominato suo supplente il signor Emil Puhl, membro del Direttorio della Reichsbank.

### VIII. CONCLUSIONE.

L'aumento incessante delle spese statali per il riarmo e per altri scopi sta divenendo il fattore di maggiore influenza in tutti i settori della vita economica e solleva problemi di carattere fondamentale ai quali nessun paese sfugge, quale che sia il suo orientamento politico od economico. Colpisce la similarità che presentano le discussioni a questo riguardo, tanto nelle sfere governative quanto negli ambienti d'affari, nei piccoli paesi come nei grandi. Gli stessi problemi si presentano ovunque, e non dipende che dallo stadio della loro evoluzione il fatto che essi appaiano imposti da difficoltà già in atto, oppure da preoccupazioni per l'avvenire.

Nella fase più acuta della depressione, rimasero disoccupati e l'uomo ed il danaro e la macchina; il problema consistette nel rendere operante l'esistente capacità di produzione, ma anche dopo superata la depressione, questa triplice disoccupazione in molti paesi si mantenne alta mentre la prosperità, anziché diffondersi in tutti i campi dell'attività economica, rimase limitata a taluni settori. Apparve che i Governi non avessero il solo compito di utilizzare l'esistente capacità di produzione per impiegare la mano d'opera, ma dovessero anche sfruttare le possibilità, in apparenza quasi illimitate, che sembravano offrirsi loro per aumentare la produzione nazionale. A seconda dei diversi stadi di sviluppo economico o delle differenze di temperamento nazionale, l'attenzione fu volta sia ad aumentare la capacità del mercato interno d'assorbire la produzione nazionale, sia ad arricchire quest'ultima di sempre nuovi generi di prodotti, che in passato s'importavano dall'estero. Inoltre, una parte sempre crescente della potenzialità del paese venne indirizzata verso generi di produzione non intesi a soddisfare, direttamente od indirettamente, le necessità del consumatore.

Il periodo durante il quale i paesi del vecchio mondo si sono trovati di fronte al problema d'un eccesso di capacità produttiva, sembra volgere alla fine: in taluni paesi è anzi nettamente superato. Quasi ovunque l'inevitabile logica dei fatti costringe il Governo ad attribuire maggiore importanza al commercio con l'estero; l'aumento della produzione nazionale, sia per alimentare il mercato interno con maggior copia di prodotti, sia per sostituire merci nazionali a merci d'importazione, crea, ad un dato momento, la necessità d'importare in misura maggiore — necessità che la produzione di beni non economici rende ancora più acuta — cosicchè, in ogni paese, diviene indispensabile adoperare parte della potenzialità produttiva a fabbricare prodotti destinati all'esportazione.

La varietà dei metodi impiegati per sviluppare le esportazioni rivela quale importanza si attribuisce oggigiorno in ogni paese alle questioni riguardanti il commercio estero, e questa nuova tendenza è in vivo contrasto con quella, manifestatasi nel periodo dal 1932 al 1937, allorquando l'attenzione si concentrava sulla ricerca dei mezzi atti a favorire la ripresa dell'attività economica all'interno.

Dato che la necessità di sviluppare le esportazioni proviene dal crescente bisogno di importare, dovrebbe essere possibile di aumentare il volume del commercio internazionale senza creare un conflitto d'interessi fra i vari paesi. Il problema che si pone per tutti è quello di trovare il giusto rapporto tra la produzione assegnata a soddisfacimento del fabbisogno nazionale e quella destinata all'estero, adeguando quest'ultima alle esigenze dei paesi importatori i quali, per effetto dello sviluppo della rispettiva produzione interna, possono averle di molto cambiate in confronto al passato. Tuttavia, i fatti hanno provato che la tendenza ad un grado sempre più elevato di autarchia, non è incompatibile coll'intensificazione del commercio mondiale.

Ma il problema più grave che sorge, in ogni paese, quando si è prossimi al limite della capacità produttiva, è sempre lo stesso, qualunque sia la struttura economica o politica e indipendentemente dai metodi finanziari ed economici escogitati per risolverlo, e risiede nel fatto che la deviazione della produzione dal suo fine naturale di soddisfacimento dei bisogni del consumatore, non può mancare di ripercuotersi sul tenore generale di vita. Questo deve abbassarsi non appena il fabbisogno di beni non economici (compresi quelli per produrre i quali occorre accrescere certe importazioni e, pertanto, anche l'esportazione) diviene tale, che non è più possibile provvedervi con un aumento netto di attività economica. Non è certo indifferente se a questo risultato si giunga per effetto del rialzo dei prezzi causato da misure inflazionistiche, oppure del prelevamento di potere d'acquisto mediante imposizione fiscale od emissione di prestiti di Stato; ma se gli effetti psicologici e sociali saranno molto differenti, non diversa sarà, in un caso come nell'altro, la loro influenza sul tenore di vita.

Il Presidente

J. W. BEYEN

## **ALLEGATI**

## ELENCO DELLE BANCHE CENTRALI OD ALTRI ISTITUTI BANCARI AVENTI DIRITTI DI RAPPRESENTANZA E DI VOTO ALL'ASSEMBLEA GENERALE

“La proprietà d'azioni della Banca non comporta diritti di voto nè di rappresentanza all'Assemblea Generale. I diritti di rappresentanza e di voto, proporzionalmente al numero d'azioni sottoscritte in ciascun paese, possono essere esercitati dalla banca centrale del detto paese o dal suo delegato. Qualora la banca centrale di un paese non desiderasse di esercitare i detti diritti, essi potranno venire esercitati da un istituto finanziario di larga reputazione e della stessa nazionalità a ciò designato dal Consiglio, purchè la banca centrale del detto paese non sollevi obiezioni a tale designazione. Nel caso in cui non esista una banca centrale, i detti diritti potranno essere esercitati, qualora il Consiglio lo ritenga opportuno, da un istituto finanziario del detto paese prescelto a tale fine dal Consiglio.” (Articolo 15 degli Statuti della Banca).

Istituti	Numero dei voti
Bank of England, Londra . . . . .	19.772
Banque Nationale de Belgique, Brusselle . . . . .	19.772
Banque de France, Parigi . . . . .	19.772
Banca d'Italia, Roma . . . . .	19.772
Reichsbank, Berlino . . . . .	23.772
Banca Industriale del Giappone, Tokio . . . . .	19.770
The First National Bank of New York, Nuova York . . . . .	19.770
De Nederlandsche Bank N.V., Amsterdam . . . . .	4.000
Schweizerische Nationalbank, Zurigo . . . . .	4.000
Sveriges Riksbank, Stoccolma . . . . .	4.000
Bank von Danzig, Danzica . . . . .	4.000
Finlands Bank, Helsingfors . . . . .	4.000
Banca di Grecia, Atene . . . . .	4.000
Banca Nazionale di Bulgaria, Sofia . . . . .	4.000
Danmarks Nationalbank, Copenaghen . . . . .	4.000
Banca Nazionale di Romania, Bucarest . . . . .	4.000
Bank Polski, Varsavia . . . . .	4.000
Magyar Nemzeti Bank, Budapest . . . . .	4.000
Narodní Banka Československá, Praga (*) . . . . .	4.000
Norges Bank, Oslo . . . . .	4.000
Banca Nazionale del Regno di Jugoslavia, Belgrado . . . . .	4.000
Latvijas Banka, Riga . . . . .	500
Lietuvos Bankas, Kaunas . . . . .	500
Banca Nazionale d'Albania, Roma . . . . .	500
Eesti Pank, Tallinn . . . . .	100
	<b>200.000</b>

(\*) La questione dei diritti di voto dipendenti dalle azioni originariamente emesse nella Ceco-Slovacchia non è ancora definita.

# BILANCIO AL

IN FRANCHI SVIZZERI ORO (UNITÀ DI GR. 0,290 322 58...)

ATTIVO			
			%
I. ORO IN BARRE . . . . .		38.745.664, 44	6,4
II. CASSA			
In contanti e in conto corrente presso banche		23.612.114, 42	3,9
III. FONDI A VISTA FRUTTIFERI . . . . .		32.728.172, 67	5,4
IV. PORTAFOGLIO RISCOVABILE			
1. Effetti commerciali e accettazioni di banche	142.177.214, 41		23,4
2. Buoni del Tesoro . . . . .	74.739.604, 64		12,3
		216.916.819, 05	
V. FONDI VINCOLATI FRUTTIFERI			
A 3 mesi al massimo . . . . .		32.760.821, 64	5,4
VI. EFFETTI E INVESTIMENTI DIVERSI			
1. Buoni del Tesoro . . . . .	110.349.724, 56		17,7
2. Obbligazioni ferroviarie, postali ed altre; investimenti diversi . . . . .	148.384.073, 71		25,0
		258.733.798, 27	
VII. ALTRE ATTIVITÀ			
1. Garanzie di banche centrali su effetti ceduti	823.733, 39		0,1
2. Diverse . . . . .	2.201.841, 21		0,4
		3.025.574, 60	
NOTA — Tutti i depositi in divise a breve termine e a vista (capitolo IV del passivo) sono più che coperti da attività nelle valute dei depositi stessi, oppure in valute non soggette a restrizioni di cambio; tra gli impegni a lungo termine il deposito del Governo francese (Saar) e il Fondo di garanzia del Governo francese (voci 3 e 4 del capitolo III) sono coperti similmente. I rimanenti impegni a lungo termine, (voci 1 e 2 del capitolo III) i quali sono registrati in valute soggette a restrizioni (quantunque l'obbligo della Banca in relazione alla voce 1 del capitolo III non sia chiaramente stabilito) sono coperti da attività nella stessa valuta, per una parte sostanziale delle quali esiste una speciale garanzia del valore oro.			
Il capitale, le riserve e i profitti sono rappresentati in gran parte da attività in paesi nei quali vigono attualmente restrizioni dei cambi le quali non permettono la libera conversione della moneta nazionale in oro o valute estere; tuttavia, una parte importante di queste attività è protetta da contratti speciali che ne garantiscono il valore oro e, in un caso, ne permettono specificamente il trasferimento. Inoltre, nell'articolo X dell'Accordo dell'Aja del gennaio 1930, le parti contraenti proclamarono l'immunità della Banca da qualsiasi «proibizione o restrizione all'esportazione dell'oro o divise e da qualsiasi analogo ingerenza, restrizione o proibizione».			
		606.522.965, 09	100,0

AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE ED AGLI AZIONISTI  
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.

In conformità all'articolo 52 degli Statuti della Banca, abbiamo esaminato i libri ed i conti della tutte le informazioni e spiegazioni richieste e che, a nostro avviso, questo bilancio, corredato dalla convertendo in franchi svizzeri oro (secondo la definizione sopra indicata) le varie valute estere — è dimostrata dai

ZURIGO, 27 aprile 1939.

31 MARZO 1939

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO			
			%
<b>I. CAPITALE</b>			
Capitale autorizzato ed emesso:			
200.000 azioni di 2.500 franchi svizzeri oro ciascuna . . . . .	500.000.000, —		
Liberate per il 25 % . . . . .		125.000.000, —	20,6
<b>II. RISERVE</b>			
1. Fondo di riserva legale . . . . .	4.688.205, 43		
2. Fondo di riserva speciale per dividendi .	6.527.576, 47		
3. Fondo di riserva generale . . . . .	13.055.152, 92		
		24.270.934, 82	4,0
<b>III. IMPEGNI A LUNGA SCADENZA</b>			
1. Conto fiduciario delle annualità . . . . .	153.126.250, —		25,3
2. Deposito del Governo tedesco . . . . .	76.563.125, —		12,6
3. Deposito del Governo francese (Saar) . .	808.500, —		0,1
4. Fondo di garanzia del Governo francese .	24.659.184, 19		4,1
		255.157.059, 19	
<b>IV. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA (in divise)</b>			
1. Banche centrali in conto proprio:			
a) A 3 mesi al massimo . . . . .	97.248.724, 63		16,1
b) A vista . . . . .	46.266.580, 25		7,6
		143.515.304, 88	
2. Banche centrali in conto di terzi:			
A vista . . . . .		1.823.023, 74	0,3
3. Altri depositanti:			
a) A 3 mesi al massimo . . . . .	32.665, 03		0,0
b) A vista . . . . .	4.404.975, 85		0,7
		4.437.640, 88	
		9.664.798, 66	1,6
<b>V. DEPOSITI A VISTA (in oro) . . . . .</b>			
<b>VI. ALTRE PASSIVITÀ</b>			
1. Garanzie per effetti commerciali ceduti .	1.455.606, 77		0,2
2. Diverse . . . . .	32.614.731, 52		5,4
		34.070.338, 29	
<b>VII. PROFITTI</b>			
Utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1939 . .		8.583.864, 63	1,4
		606.522.965, 09	100,0

Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1939 e dichiariamo che abbiamo ottenuto nota, è compilato in modo da rispecchiare la vera ed esatta situazione degli affari della Banca — rilevata quale essa ci risulta in base alla nostra migliore conoscenza ed alle spiegazioni forniteci, e quale libri della Banca.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

# CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1939

	Franchi svizzeri oro
Utile netto derivante dall'impiego del capitale della Banca e dei depositi affidatili, tenuto conto di eventuali sopravvenienze . . . . .	10.405.268, 62
Commissioni percepite:	
Come Fiduciario (o Agente fiscale dei Fiduciarri) per prestiti internazionali . . . . .	126.862, 25
In relazione a crediti speciali . . . . .	118.967, 53
Diritti su trasferimenti d'azioni . . . . .	534, 82
	<u>10.651.633, 22</u>
Spese d'amministrazione:	
Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio . . . . .	218.508, 70
Direzione e personale — stipendi e spese di viaggio . . . . .	1.443.572, 36
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, luce e acqua . . . . .	110.268, 85
Cancelleria, libri, pubblicazioni . . . . .	91.255, 32
Spese postali, telegrafiche e telefoniche . . . . .	59.063, 41
Remunerazioni ad esperti (sindaci, interpreti ecc.) . . . . .	14.763, 06
Tassa cantonale . . . . .	34.211, 49
Tassa sull'emissione francese delle azioni della B. R. I. . . . .	33.486, 02
Spese diverse . . . . .	62.639, 38
	<u>2.067.768, 59</u>
<b>UTILE NETTO</b>	<u><b>8.583.864, 63</b></u>

**RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO**

	<u>Franchi svizzeri oro</u>
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1939 . . . . .	8.583.864,63
Ripartito secondo l'articolo 53 (a) (b) (c) e (d) degli Statuti, come segue:	
Al fondo di riserva legale — 5 % di 8.583.864,63 . . . . .	429.193,23
	<u>8.154.671,40</u>
Dividendo del 6 % all'anno sul capitale versato . . . . .	7.500.000,—
	<u>654.671,40</u>
Al fondo di riserva speciale per dividendi — 20 % di 654.671,40 . . . . .	130.934,28
	<u>523.737,12</u>
Al fondo di riserva generale — 50 % di 523.737,12 . . . . .	261.868,56
Saldo	<u>261.868,56</u>

Ripartito secondo l'articolo 53 (e) (1) degli Statuti, come segue:

	<u>Franchi svizzeri oro</u>
Depositi nel conto fiduciario delle annualità secondo l'articolo IV (e) del contratto fiduciario (trust):	
Francia . . . . .	85.270,87
Gran Bretagna . . . . .	33.321,91
Italia . . . . .	17.405,10
Belgio . . . . .	9.415,36
Romania . . . . .	1.644,95
Jugoslavia . . . . .	6.846,11
Grecia . . . . .	563,98
Portogallo . . . . .	1.080,96
Giappone . . . . .	1.080,96
Polonia . . . . .	31,33
	<u>156.661,53</u>
Deposito infruttifero del Governo tedesco secondo l'articolo IX del contratto fiduciario (trust) . . . . .	78.330,76
Deposito del Governo francese (Saar) . . . . .	853,22
Fondo di garanzia del Governo francese secondo l'articolo XIII del contratto fiduciario (trust) . . . . .	26.023,05
	<u>261.868,56</u>

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER

## Rendiconto delle entrate e delle uscite per l'ottavo

Entrate	Emissione americana Dollari	Emissione britannica e olandese Sterline
1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1937 . . . . .	780.924,88	106,346.17. 3
2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:		
per interessi:		
in contanti . . . . .	1.307.043,06	183,563. 3. 7
in cedole d'obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) . . . . .	6.520,69	1,106.12. 3
per ammortamento:		
in contanti . . . . .	154.523,70	403. 2. 6
in obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra).	462.470,—	84,778. 2. 6
per spese . . . . .	3.342,60	853.16. 9
3. INTERESSI RICEVUTI su fondi investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito . . . . .	1.188,90	277.13. 3
	2.716.013,83	377,329. 8. 1
Uscite		
1. INTERESSI		
Cedole scadute e interessi corrisposti su obbligazioni acquistate per l'ammortamento ovvero cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti . . . . .	1.447.142,45	203,373. 9. 7
Interessi maturati sulle obbligazioni rimesse dal Governo austriaco in parziale versamento di rate di servizio (v. sopra) . . . . .	6.520,69	1,106.12. 3
2. AMMORTAMENTO		
Obbligazioni sorteggiate e rimborsate . . . . .	—	—
Obbligazioni acquistate dagli agenti finanziari . . . . .	138.021,25	454.—. 5
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti . . . . .	32.960,—	—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco a titolo di pagamento parziale di rate di servizio (v. sopra) . . . . .	462.470,—	84,778. 2. 6
3. SPESE		
Commissioni e spese degli agenti finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario . . . . .	6.203,75	1,045. 7. 6
4. FONDI PRESSO BANCHE al 30 giugno 1938, da utilizzarsi come indicato all'allegato IV b . . . . .	622.695,69	86,571.15.10
	2.716.013,83	377,329. 8. 1
<p>NOTE: (1) L'obbligazione definitiva dell'emissione americana del Prestito contiene una clausola di "moneta"</p> <p>(2) In seguito all'unione dell'Austria alla Germania i redditi vincolati, che costituivano la garanzia servizio nelle valute delle rispettive emissioni non sono state pagate al Fiduciario a partire dalla rata ha, pertanto, ricevuto soltanto cinque rate mensili di servizio e ha potuto provvedere al pagamento di italiana e svizzera. Nel caso dell'emissione svedese, il Fiduciario possedeva fondi in conto ammortamento</p> <p>L'obbligazione definitiva dell'emissione austriaca contiene una clausola di "valore oro", la quale non come moneta effettiva. Le autorità germaniche, pertanto, decisero che la cedola del Prestito in scellini, rappresenta il cambio applicabile alla liquidazione di tutti i debiti interni espressi in scellini.</p> <p>I fondi in scellini ancora disponibili in conto ammortamento furono utilizzati per completare il pagamento per questo scopo, quale figura nella seguente situazione dei fondi presso i depositari (all'allegato IV b - espresse in scellini, rappresentano debiti verso l'estero, per i quali il cambio di conversione è di un marco</p>		

### CERTIFICATO

Abbiamo verificato i libri ed i conti del Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco rendiconto delle entrate e delle uscite è steso correttamente e, con le note di cui è corredato, fondi presso banche al 30 giugno 1938 a mezzo

ZURIGO, 15 febbraio 1939.

# NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

anno del prestito (dal 1° luglio 1937 al 30 giugno 1938)

Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini	Spese generali	
				Sterline	Franchi svizzeri
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
5.223.903,37	566.907,37	1.320.474,29	3.443.750,82	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
5.307,50	210.752,50	271.479,20	1.513.640,94	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
26.809,20	2.542,55	6.716,16	15.736,—	300.—,—	24.492,20
8.397,98	2.988,74	2.269,87	—	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300.—,—	24.492,20

5.809.471,10	628.740,—	1.475.809,43	3.789.166,03	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
—	216.300,—	—	—	—	—
—	—	201.947,50	—	—	—
4.120,—	—	72.100,—	630.722,56	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
32.039,60	3.406,20	8.100,63	30.227,78	300.—,—	24.492,20
2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300.—,—	24.492,20

d'oro", ma dal luglio 1933 in poi il Fiduciario non ha ricevuto le somme occorrenti per poterla rispettare. collaterale del Prestito, non sono stati versati nel conto del Fiduciario a partire dall'aprile 1938 e le rate mensili del dovuta il 1° giugno 1938. Durante la seconda metà dell'anno del Prestito terminato il 30 giugno 1938, il Fiduciario soli  $\frac{5}{6}$  dell'ammontare nominale delle cedole scadute il 1° luglio 1938 per le emissioni americana, britannica e olandese, e ne ha fatto uso per completare il pagamento dell'intero valore nominale della cedola scaduta il 1° luglio 1938. può venire rispettata nella maniera prescritta in conseguenza del fatto che lo scellino austriaco ha cessato di esistere maturata il 1° luglio 1938, fosse pagata in marchi "liberi" in base all'equivalenza di 1,50 scellini per 1 marco, ciò che

mento della cedola dell'emissione austriaca, scaduta il 1° luglio 1938, ma la somma prelevata dal conto ammortamento voce 1 [b]), fu aumentata, avendo le autorità germaniche deciso che le somme disponibili nei conti del Fiduciario, per 2 scellini.

## DEI SINDACI

1930 per l'ottavo anno del prestito, terminato il 30 giugno 1938, e certifichiamo che il presente riassume esattamente le operazioni compiute durante il detto periodo. Abbiamo pure verificato i di certificati ottenuti dai depositari.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER

## Situazione dei fondi presso i

Destinazione dei saldi esistenti presso banche al 30 giugno 1938:

1. a) Per cedole scadute e non presentate . . . . .
  - b) Per cedole scadenti il 1° luglio 1938:
    - Fondi destinati a pagamenti d'interessi . . . . .
    - Fondi destinati ad ammortamenti d'obbligazioni . . . . .
  2. Per spese sostenute fino al 30 giugno 1938 e non ancora rimborsate a quella data . . . . .
    - Fondi disponibili per liquidare le passività pendenti . . . . .
  3. Conto d'ammortamento . . . . .
  4. Altri fondi in cassa (compresi Fr. sv. 4.908,60 depositati presso una banca, già agente finanziario, che ha sospeso i pagamenti) . . . . .
- Totale dei saldi disponibili, come dal Rendiconto delle Entrate e delle Uscite — allegato IVa

## Obbligazioni in circolazione

- Valore nominale delle obbligazioni emesse . . . . .
- Meno: Valore nominale delle obbligazioni estinte:
1. durante i primi sette anni del prestito . . . . .
  2. durante l'ottavo anno del prestito . . . . .
- Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 30 giugno 1938 (veggasi nota) . . . . .

NOTA: Le obbligazioni estratte

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

depositari al 30 giugno 1938

Emissione americana Dollari	Emissioni britannica e olandese Sterline	Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini
19.414,50	1.382.10. 0	169.055,25	—	13.650,—	46.233,98
588.456,—	83.040. 8. 4	2.370.917,24	255.850,—	595.126,44	1.562.415,68
—	—	—	51.170,—	—	395.034,94
355,53	14.15.10	12.727,30	1.729,01	3.077,25	296,12
608.226,03	84.437.14. 2	2.552.699,79	308.749,01	611.853,69	2.003.980,72
20,77	37. 2. 4	1.619,26	159.782,50	462,16	488.011,46
14.448,89	2.096.19. 4	62.326,50	674,63	20.117,97	19.804,24
622.695,69	86.571.15.10	2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42

al 30 giugno 1938

25.000.000	3.500,000	100.000.000	10.000.000	25.000.000	50.000.000
4.201.200	569,500	16.340.000	1.018.000	3.983.000	7.575.500
618.000	83,400	2.369.000	210.000	608.000	478.400
20.180.800	2,847,100	81.291.000	8.772.000	20.409.000	41.946.100

sono rimborsabili al 103 0/0.

## PRESTITI INTERNAZIONALI

per i quali la Banca è Fiduciario o Agente fiscale dei Fiduciari

Fondi disponibili al 31 marzo 1939

	Prestito Esterno della Germania 1924	Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> % 1930	Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930	Totali
	Franchi svizzeri oro			
FONDI DISPONIBILI PER:				
Ammortamento . . . . .	639.334,57	697,11	1.311,94	641.343,62
Obbligazioni estratte, ma non ancora presentate al rimborso	3.517,62	—	—	3.517,62
Cedole scadute, ma non an- cora presentate . . . . .	63.067,30	55.549,92	149.220,04	267.837,26
Partite diverse . . . . .	292.702,37	6.306,67	85.915,05	384.924,09
<b>TOTALI</b>	998.621,86	62.553,70	236.447,03	1.297.622,59

## CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Sir Otto Niemeyer, Londra . . . . .	Presidente.
* Prof. Alberto Beneduce, Roma . . . . .	} Vicepresidenti.
Marchese de Vogüé, Parigi . . . . .	

Dott. V. Azzolini, Roma.

\*\* Prof. Dott. G. Bachmann, Zurigo.

Barone Brincard, Parigi.

Pierre Fournier, Parigi.

Walther Funk, Berlino.

Alexandre Galopin, Brusselle.

Georges Janssen, Brusselle.

Hisaakira Kano, Londra.

Montagu Collet Norman, Londra.

Ivar Rooth, Stoccolma.

Dott. Hermann Schmitz, Berlino.

Barone Kurt von Schroeder, Colonia.

Dott. L. J. A. Trip, Amsterdam.

Seijiro Yanagita, Londra.

## SUPPLENTI

Adolphe Baudewyns, Brusselle.

Yves Bréart de Boisanger, Parigi.

Cameron Cobbold, Londra.

Emil Puhl, Berlino.

Dott. Pasquale Troise ovvero }  
Dott. Mario Pennachio } Roma.

## DIREZIONE

Dott. J. W. Beyen . . . . .	Presidente.
Roger Auboin . . . . .	Direttore Generale.
Paul Hechler . . . . .	Vicedirettore Generale.
Dott. Raffaele Pilotti . . . . .	Segretario Generale.
Marcel van Zeeland . . . . .	Direttore.

\* Sarà sostituito dal Prof. Francesco Giordani in qualità di Consigliere.

\*\* Si ritira dal Consiglio l'8 maggio 1939.

8 maggio 1939.